

RELAZIONE di GESTIONE AL 31 DICEMBRE 2016 DEL

FONDO PRIMO

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE DI TIPO CHIUSO
RISERVATO ad INVESTITORI QUALIFICATI

I°

INDICE

INFORMAZIONI GENERALI	5
DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO	6
RELAZIONE degli AMMINISTRATORI	7
1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO	7
1.1. Quadro macroeconomico.....	7
1.2. Andamento del mercato immobiliare	11
1.3. Mercato dei fondi immobiliari	20
1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali	21
2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO	22
2.1. Linee strategiche della gestione del fondo.....	22
2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo	23
2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare	23
2.4. Andamento della gestione del fondo.....	24
2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi	24
2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni	24
2.4.3. Andamento del valore della Quota.....	26
2.4.4. Risultato di periodo	26
2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del fondo	26
2.4.6. Governance del Fondo.....	27
3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE	28
4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR	28
5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2016	28
6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE	28
SITUAZIONE PATRIMONIALE	28
SEZIONE REDDITUALE	31
NOTA INTEGRATIVA	33
PARTE A – Andamento del valore della quota	33
PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto	34
Sezione I - Criteri di valutazione	34
Sezione II - Le attività.....	37
Sezione III - Le passività	40
Sezione IV - Il valore complessivo netto	40
Sezione V - Altri dati patrimoniali	41
PARTE C – Il Risultato Economico del periodo	42
Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari	42
Sezione II - Beni immobili.....	42
Sezione III – Crediti.....	43
Sezione IV - Depositi bancari.....	43

<i>Sezione V – Altri beni</i>	43
<i>Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari</i>	43
<i>Sezione VII - Oneri di gestione</i>	43
<i>Sezione VIII - Altri ricavi e oneri</i>	47
<i>Sezione IX – Imposte</i>	47
PARTE D – Altre informazioni	48
Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti	51
Relazione della Società di Revisione	53

ORGANI SOCIALI

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

<i>Presidente</i>	Carlo Cerami
<i>Vice Presidente</i>	Stefano Vittori
<i>Amministratore Delegato</i>	Dario Valentino
<i>Consiglieri</i>	Giulio Bastia Ermanno Boffa Domenico Bilotta Leonardo Buonvino Fabio Carozzo Giuseppe Mazzarella Arturo Nattino Anna Pasquali Maurizio Pinnarò Marco Tofanelli

COLLEGIO SINDACALE

<i>Presidente</i>	Francesco Minnetti
<i>Sindaci effettivi</i>	Carlo Napoleoni Andrea Severi
<i>Sindaci supplenti</i>	Antonio Staffa Marco Vicini

SOCIETÀ DI REVISIONE

EY S.p.A.

INFORMAZIONI GENERALI

Il presente documento, redatto in osservanza al principio di chiarezza, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria al 31 dicembre 2016 e l'andamento economico del periodo chiuso a tale data del Fondo PRIMO, ed è composto, in osservanza a quanto disposto dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dal Decreto del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, n. 228 del 24 maggio 1999, del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015, n. 30 e dalle direttive impartite dalla Banca d'Italia con il Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successive modifiche, dai seguenti documenti:

- 1) Relazione degli Amministratori
- 2) Situazione Patrimoniale
- 3) Sezione Reddituale
- 4) Nota Integrativa.

Il documento è redatto, ove applicabile, anche in osservanza della direttiva AIFMD, art. 22, nonché dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, che detta misure di esecuzione della direttiva AIFMD direttamente applicabili, e in particolare dagli artt. 103-107.

La Nota Integrativa forma parte integrante del documento. Essa fornisce informazioni più dettagliate sui dati contabili della situazione patrimoniale e della sezione reddituale ed ulteriori notizie al pubblico, rispetto a quelle ricavabili dai prospetti della Relazione di gestione, in quanto ritenute necessarie ad esprimere in modo chiaro, veritiero e corretto i dati esposti nel documento.

La Nota è ripartita in parti e sezioni, che illustrano singoli aspetti della gestione, in funzione dell'operatività svolta dal Fondo ed è corredata di allegati che ne costituiscono parte integrante.

Il documento è redatto in unità di Euro, salvo dove specificato diversamente.

DATI IDENTIFICATIVI DEL FONDO

Il Fondo PRIMO è un fondo immobiliare comune di investimento di tipo chiuso, riservato ad investitori qualificati.

Tipologia	Fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso
Data avvio operatività del Fondo	29 luglio 2011
Scadenza del Fondo	31 dicembre 2041
Tipologia patrimonio immobiliare	Immobili strumentali
Depositario	Banco BPM S.p.A.
Esperto Indipendente	Avalon Real Estate S.p.A.
Società di revisione	EY S.p.A.
Fiscalità	Fiscalità prevista per tali strumenti finanziari, come da D.L. 351/2001 del 25 settembre 2001, convertito dalla Legge n. 410/2001, dal D.L. 78/2010 convertito dalla Legge n. 122/2010, dal D.L. 70/2011 convertito dalla Legge n. 106/2011, dal DL 83/2012 convertito dalla Legge 07/08/2012 n. 134, Dlgs 44/2014
Capitale totale investito residuo (1) al 31 dicembre 2016	Euro 50.000.000
Numero di quote collocate al 31 dicembre 2016	500
Valore nominale originario delle quote	Euro 100.000
Valore nominale residuo (1) delle quote al 31 dicembre 2016	Euro 100.000
Valore complessivo netto del Fondo al 31 dicembre 2016	Euro 62.236.364
Valore unitario delle quote al 31 dicembre 2016	Euro 124.472,727
Valore di mercato degli immobili al 31 dicembre 2016	Euro 14.000.000

(1) Al netto di eventuali rimborsi parziali di quote effettuati dal fondo dall'inizio della sua operatività.

RELAZIONE degli AMMINISTRATORI

1. QUADRO ECONOMICO E ANDAMENTO DEL MERCATO

1.1. Quadro macroeconomico

Secondo l'ultimo *Bollettino Economico* di Banca d'Italia (gennaio 2017) le condizioni dell'economia globale sono leggermente migliorate. La crescita ha superato le attese nelle economie avanzate ed è proseguita nei paesi emergenti, pur con andamenti differenziati.

Negli Stati Uniti il GDP ha accelerato oltre il previsto, portandosi al 3,5%, grazie soprattutto al contributo delle esportazioni. In Giappone il PIL ha rallentato la crescita attestandosi all'1,3%, risentendo della persistente debolezza di consumi e investimenti. Nel Regno Unito la crescita è rimasta invariata al 2,4%, un dato superiore alle attese che ha contribuito a dissipare i timori di una brusca frenata in seguito al referendum sulla Brexit. In Cina la crescita si è mantenuta stabile sul 6,7% per cento; in India il PIL ha continuato a espandersi a ritmi elevati (7,3%), a fronte di una dinamica assai moderata della produzione industriale. In Brasile la recessione rimane severa (-2,9%) e il quadro congiunturale resta assai incerto, anche per la situazione politica ancora confusa. In Russia, a seguito della ripresa dei corsi petroliferi, si è attenuata la flessione del prodotto (-0,4%) consolidando la prospettiva di un ritorno alla crescita. Nelle economie avanzate l'inflazione al consumo è lievemente salita, grazie all'attenuarsi del calo dei prezzi dei beni energetici.

Secondo le valutazioni del Fondo Monetario Internazionale, il prodotto mondiale sarebbe aumentato del 3,1% nel 2016; accelererebbe al 3,4 nel 2017 e al 3,6 nel 2018. Rispetto allo scorso ottobre le stime sono state riviste leggermente al rialzo per quasi tutte le maggiori economie avanzate (ad eccezione dell'Italia) e marginalmente al ribasso per la media dei paesi emergenti, per i quali è comunque prevista un'accelerazione nel prossimo biennio. Le revisioni per le economie avanzate riflettono le sorprese positive registrate nel terzo trimestre e i benefici attesi dalle politiche di bilancio espansive annunciate negli Stati Uniti e in Giappone. La crescita nelle economie emergenti risentirebbe di condizioni finanziarie meno favorevoli: in Brasile si prospetta un miglioramento più modesto di quanto anticipato in ottobre; in particolare si conferma il miglioramento delle prospettive per la Russia e per gli altri paesi produttori di materie prime.

Le prospettive rimangono tuttavia soggette a diversi fattori di incertezza: quelle degli Stati Uniti dipendono dalle politiche economiche della nuova amministrazione, mentre la crescita globale potrebbe essere frenata dall'insorgere di turbolenze nelle economie emergenti. Sui mercati finanziari le attese di una politica di bilancio espansiva e di un'inflazione più elevata negli Stati Uniti, emerse dopo le elezioni presidenziali, si sono tradotte in uno spostamento di portafoglio dalle obbligazioni alle azioni e in un deciso incremento dei rendimenti a lunga scadenza; la tendenza si è estesa anche alle altre economie avanzate, ma in misura minore che in passato, rispecchiando la divergenza delle politiche monetarie. Sono ripresi i deflussi di capitale nei paesi emergenti, con un deprezzamento generalizzato delle valute.

Area Euro

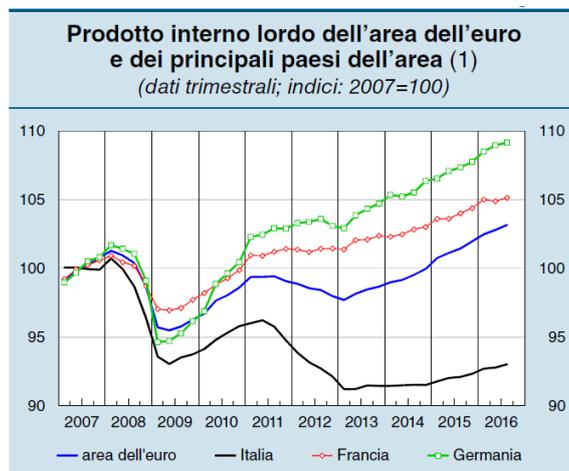
Nell'area dell'euro la crescita del prodotto prosegue a un ritmo moderato ma in graduale consolidamento: nel terzo trimestre del 2016 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3% rispetto al periodo precedente, grazie alla spinta proveniente dalle componenti interne della domanda. L'incertezza sull'andamento dell'economia mondiale, in parte condizionata dalle tensioni geopolitiche, rappresenta il maggiore fattore di rischio per l'attività economica.

L'esito del referendum della Gran Bretagna non ha provocato finora ripercussioni rilevanti sui mercati finanziari, che sono tuttavia minacciati dalla situazione geopolitica internazionale e dai timori del progressivo diffondersi di forme di chiusura nazionali.

L'inflazione sta risalendo gradualmente e sono in gran parte rientrati i rischi di deflazione: a dicembre è cresciuta all'1,1% (dallo 0,6 in novembre), ma pressoché solo per effetto dell'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e di quelli energetici.

Nelle proiezioni di dicembre elaborate dalle banche centrali dell'Eurosistema l'inflazione nel complesso dell'area aumenterebbe nel 2017 all'1,3% (dallo 0,2 nel 2016), lievemente al di sotto delle attese degli analisti. La BCE ha confermato la continuazione del sostegno monetario in atto e, se necessario, si è dichiarata pronta ad intervenire ulteriormente con tutti gli strumenti a sua disposizione al fine di combattere il rischio deflazione. Per mantenere le condizioni monetarie espansive adeguate ad assicurare l'aumento dell'inflazione, il Consiglio direttivo della BCE ha esteso la durata del programma di acquisto di titoli (Asset Purchase Programm, APP) almeno fino a dicembre del 2017 o anche oltre se necessario.

È proseguita l'espansione del credito sia alle imprese che alle famiglie, con il costo medio del credito che si è stabilizzato ai livelli minimi dall'avvio dell'Unione monetaria e con la dispersione tra i Paesi che si è attestata a livelli minimi dal 2009.



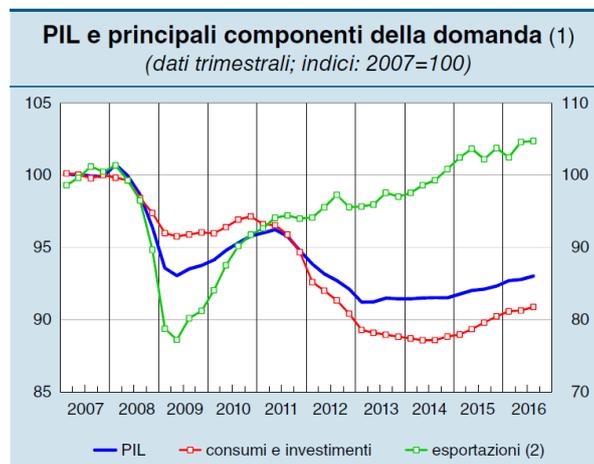
(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

Contesto italiano

L'economia italiana sta sperimentando una ripresa fragile e di intensità modesta. Il primo semestre 2016 ha mostrato risultati contrastanti che rispecchiano il clima di incertezza e volatilità che sta caratterizzando l'economia italiana negli ultimi mesi. Dopo una modesta accelerazione tra gennaio e marzo, la crescita del **PIL** a giugno è risultata nulla rispetto al trimestre precedente. Nonostante l'accelerazione nel terzo trimestre dell'anno (aumento dello 0,3% rispetto al periodo precedente), è indubbio che il trend di recupero nel nostro Paese risulti inferiore rispetto a quello dei principali Paesi dell'Area Euro. Dopo il risultato positivo del terzo trimestre, secondo gli indicatori in autunno la ripresa dell'economia italiana è proseguita, pur se moderatamente, tal da far crescere il PIL a un ritmo contenuto, stimabile intorno allo 0,2%, sospinto dall'incremento degli investimenti e dall'espansione della spesa delle famiglie, prefigurando la prosecuzione di una moderata espansione dell'attività economica anche nel primo trimestre del 2017.

Le proiezioni per l'economia italiana, aggiornate in base agli andamenti più recenti, indicano che in media il PIL dovrebbe essere aumentato dello 0,9% nel 2016; crescerebbe attorno allo 0,9% anche nel 2017 e all'1,1 sia nel 2018 sia nel 2019. L'attività economica verrebbe ancora sospinta dalla domanda nazionale e, già dal 2017, dal graduale rafforzamento di quella estera. Il livello del PIL nel 2019 sarebbe, comunque, ancora inferiore di circa quattro punti percentuali rispetto al 2007.

Alla base del minore dinamismo che ha caratterizzato il 2016 deve essere posto il venir meno dei fattori esogeni che avevano innescato l'inversione del ciclo economico, come il calo dei prezzi delle materie prime e il massiccio apporto della domanda mondiale. In un contesto in cui la domanda interna appare tutt'altro che solida e vivace, le aspettative di crescita per i prossimi anni paiono inevitabilmente legate proprio alla domanda estera capace di ridare slancio all'attività delle imprese italiane.



(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

L'**inflazione** mostra segnali di ripresa, ma rimane ancora debole: è salita in dicembre allo 0,5% (da 0,1 in novembre); pressioni al rialzo sono derivate principalmente dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari freschi e dei servizi di trasporto aereo, e dall'attenuazione del calo dei prezzi dei prodotti energetici. Nel complesso nel 2016 l'inflazione dei prezzi al consumo (IPCA) si è attestata a -0,1%, la stessa al netto delle componenti più volatili si è attestata allo 0,5%.

Le famiglie, le imprese e i principali analisti prefigurano una moderata risalita dei prezzi nel corso del 2017.

L'**attività industriale** continua a espandersi, guidata soprattutto dal buon andamento nell'industria manifatturiera e nel commercio al dettaglio; si confermano dei segnali di stabilizzazione nel settore immobiliare, nonostante prospettive più incerte nel comparto non residenziale.

Pur con qualche incertezza attribuibile a fattori economici e politici, risulta in aumento la quota di imprese che si attende un'espansione della domanda dei propri prodotti nel breve termine, soprattutto per la componente estera. Si conferma, pertanto, il collocamento del clima di fiducia delle imprese su valori elevati. La quota di imprese industriali e dei servizi che prefigura un rialzo della spesa in investimenti nel primo semestre del 2017 rispetto alla seconda metà del 2016 è aumentata, risultando superiore di circa 15 punti percentuali rispetto a quella relativa alle aziende che segnalano attese di diminuzione.

I **consumi delle famiglie**, dopo essere aumentati in modo significativo all'inizio del 2016, nel terzo trimestre sono cresciuti a un ritmo più contenuto e avrebbero continuato a espandersi moderatamente anche nella parte finale del 2016. All'aumento del reddito disponibile si è associato un graduale incremento della propensione al risparmio, che nel 2015 aveva raggiunto livelli assai modesti. Il graduale attenuarsi dell'incertezza circa il valore dell'abitazione di proprietà, conseguente alla stabilizzazione dei prezzi delle case in atto dall'inizio del 2016, sta plausibilmente allentando il precedente effetto di freno sulla spesa delle famiglie. In dicembre l'indice del clima di fiducia dei consumatori è salito, interrompendo la tendenza al ribasso. Nel corso dell'autunno, al leggero peggioramento delle attese sul quadro economico generale, si è contrapposto il miglioramento delle valutazioni sul bilancio familiare, sulla situazione economica corrente e sull'evoluzione del mercato del lavoro. Nell'ultimo trimestre dell'anno sono aumentate le immatricolazioni di autoveicoli e vi è stata una lieve espansione di consumi di beni non durevoli.

Nel trimestre estivo le **esportazioni** italiane di beni e servizi sono rimaste pressoché stazionarie, risentendo della debole crescita del commercio mondiale. In particolare le vendite di merci sono lievemente diminuite, frenate dalla flessione verso i paesi dell'Unione europea (in particolare Spagna e Francia). I cali più pronunciati si sono registrati nei comparti dei prodotti petroliferi raffinati e dell'elettronica; sono invece risultate in espansione le vendite all'estero dei settori dei mezzi di trasporto, della chimica e degli alimentari. Le esportazioni di servizi sono aumentate dell'1,3%. Nelle valutazioni delle imprese le prospettive sulla domanda estera sono in continuo miglioramento.

Anche le **importazioni** complessive hanno decelerato, ma in misura più contenuta, segnando una diminuzione per la componente dei servizi, mentre gli acquisti di merci sono rimasti invariati.

Nel terzo trimestre del 2016 l'**occupazione** totale si è stabilizzata: sono aumentati i lavoratori dipendenti, sia a tempo determinato sia a tempo indeterminato. Le indicazioni congiunturali più aggiornate suggeriscono un'espansione contenuta dell'occupazione nei mesi finali del 2016. L'occupazione è aumentata nell'industria in senso stretto e nei servizi privati; è diminuita nelle costruzioni e, in misura minore, nell'agricoltura. Nel bimestre ottobre-novembre il numero degli occupati è rimasto costante rispetto ai due mesi precedenti. L'occupazione autonoma si è contratta, mentre quella alle dipendenze ha continuato a crescere; si stima un +1,6% nei primi nove mesi del 2016, rispetto al periodo corrispondente del 2015. Negli ultimi mesi dell'anno la dinamica del numero di occupati potrebbe essere stata sostenuta dalla scelta delle imprese di intensificare le assunzioni a tempo indeterminato prima della definitiva eliminazione, dal 1° gennaio del 2017, dello sgravio contributivo. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto invariato all'11,6%. Nel corso dell'anno si è notevolmente ridotta la dinamica delle retribuzioni del settore privato, risentendo sia dei ritardi nella stipula di molti rinnovi, sia della mancata erogazione di incrementi salariali per il 2016; il sostanziale congelamento delle retribuzioni contrattuali ha interessato circa la metà dei lavoratori dipendenti.

È proseguita nei mesi più recenti l'espansione del **credito** al settore privato non finanziario, con un aumento anche dei prestiti alle imprese; la crescita resta però modesta. La qualità del credito delle banche italiane continua a beneficiare del miglioramento del quadro congiunturale, registrando un'ulteriore diminuzione del flusso di nuovi crediti deteriorati.

I finanziamenti alle famiglie hanno accelerato: prosegue, robusta, sia la crescita del credito al consumo, sostenuta dalla dinamica del reddito disponibile, sia quella dei mutui per l'acquisto di abitazioni, in linea con l'ulteriore rialzo del numero delle compravendite.

L'aumento dei prestiti alle imprese è stato marginalmente positivo. Permangono differenze legate al settore di attività economica: il credito alle società dei servizi ha continuato a salire, i prestiti destinati alle aziende manifatturiere si sono lievemente ridotti, la contrazione dei finanziamenti alle imprese edili si è

di nuovo accentuata. Il credito alle società con 20 e più addetti ha sostanzialmente ristagnato, mentre si è appena attenuata la flessione dei finanziamenti alle imprese di minore dimensione. Le condizioni di accesso al credito rimangono complessivamente stabili, pur con andamenti differenziati per imprese di diverse categorie.

Il **costo del credito** si colloca su livelli minimi nel confronto storico. In novembre il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è ulteriormente ridotto di 10 punti base rispetto ad agosto. Il costo dei nuovi mutui è sceso di 15 punti base per le erogazioni a tasso fisso (al 2,2%), di 10 per quelle a tasso variabile (all'1,7%).

Nel quarto trimestre del 2016 i **rendimenti dei titoli** di Stato italiani sono aumentati e, in misura maggiore, quelli con scadenze superiori a un anno. Hanno risentito dell'incremento dei corrispondenti rendimenti delle obbligazioni statunitensi e degli altri paesi europei, ma anche di un ampliamento del premio per il rischio sovrano: il differenziale di rendimento fra il titolo decennale italiano e quello tedesco è cresciuto di 25 punti base.

Nell'ultima parte dell'anno sono aumentati i **corsi azionari** italiani (+29%). L'aumento delle quotazioni è riconducibile principalmente a un calo del premio per il rischio richiesto dagli investitori, cui si è accompagnato un modesto miglioramento delle aspettative sugli utili societari. La volatilità azionaria, misurata dai prezzi delle opzioni, ha registrato un picco in corrispondenza del referendum costituzionale, poi rientrato con il successivo dissiparsi dell'incertezza. Le misure governative varate nell'ultima decade di dicembre a supporto della liquidità e della patrimonializzazione delle banche, in parte attese dagli operatori, sono state precedute da un recupero delle quotazioni di borsa degli intermediari italiani.

Le prospettive

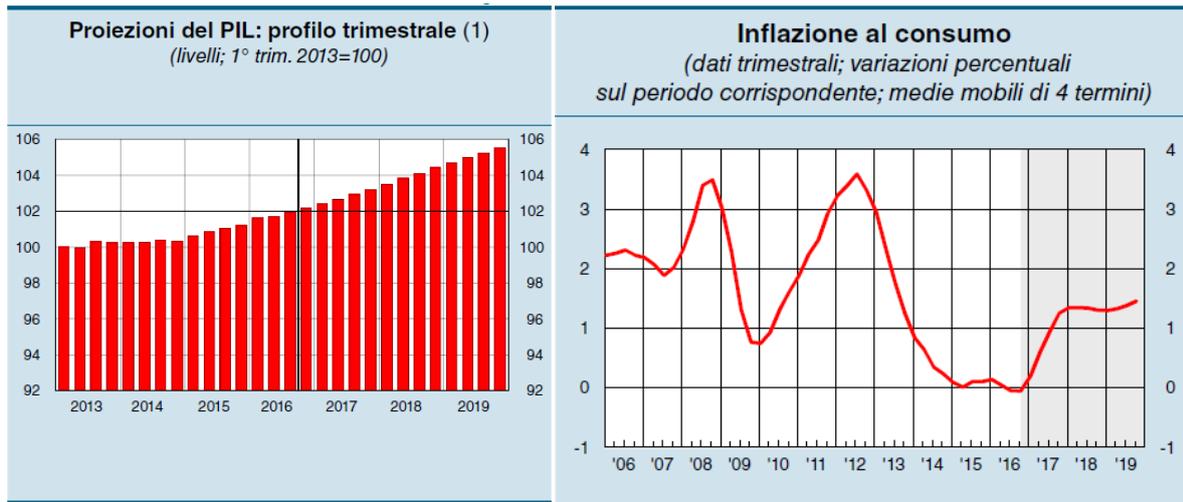
Le proiezioni per l'economia italiana presentate nel *Bollettino Economico* della Banca d'Italia presuppongono il mantenimento di condizioni monetarie espansive, un livello contenuto dei rendimenti a lungo termine e condizioni del credito, in termini di costo e disponibilità, complessivamente favorevoli. Ciò riflette l'ipotesi che non si verifichino tensioni sui mercati finanziari e bancari nell'area dell'euro e in Italia, né episodi di significativo aumento dei premi per il rischio e della volatilità. Il mantenimento di condizioni distese sui mercati finanziari poggia inoltre sull'ipotesi che nel nostro paese non si interrompa la realizzazione del processo di riforma avviato negli ultimi anni.

Nel complesso si valuta che, i rischi per la crescita siano ancora orientati prevalentemente al ribasso. I principali fattori di incertezza provengono, oltre che dalle condizioni finanziarie, dal contesto mondiale. È in particolare elevato il rischio che l'espansione dell'economia globale possa risentire dell'eventuale insorgere e del successivo diffondersi di spinte protezionistiche, oltre che di possibili turbolenze nelle economie emergenti.

Le proiezioni macroeconomiche per il prossimo triennio 2017-19, elaborate dagli esperti della Banca d'Italia, prevedono un aumento in media dell'1,0% all'anno del PIL. L'attività economica verrebbe sospinta dalla domanda interna e dal progressivo rafforzamento di quella estera e dall'espansione degli investimenti in capitale produttivo, che beneficerebbero sino alla prima metà del 2018 degli incentivi disposti dal Governo.

I consumi crescerebbero a ritmi prossimi a quelli del prodotto. Il rallentamento rispetto allo scorso biennio sarebbe attribuibile prevalentemente agli effetti dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche sulla capacità di spesa delle famiglie. Il tasso di risparmio salirebbe lievemente nel corso del triennio di previsione. L'occupazione continuerebbe a espandersi, pur se a ritmi temporaneamente inferiori rispetto all'ultimo anno, in seguito al venir meno degli sgravi contributivi a favore dei nuovi assunti a tempo indeterminato. Il tasso di disoccupazione scenderebbe solo gradualmente, portandosi al di sotto dell'11% nel 2019 (dall'11,9% del 2015): a rallentare il calo contribuirebbe l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro, indotta dal miglioramento delle prospettive cicliche e da fattori strutturali, tra cui l'innalzamento dell'età di pensionamento.

L'inflazione risalirebbe all'1,3% nella media del 2017 (da -0,1% del 2016) e all'1,5% nel 2019. Al significativo rialzo previsto per il 2017 concorrerebbero in primo luogo i più elevati prezzi dei beni energetici importati. I recenti accordi sui tagli alla produzione tra i principali paesi produttori di petrolio potrebbero tradursi in rialzi dei prezzi al consumo superiori rispetto a quelli attesi, soprattutto nell'anno in corso.



(fonte *Bollettino Economico*- gennaio 2017)

1.2. Andamento del mercato immobiliare

Il mercato europeo

La ripresa dei mercati immobiliari si sta consolidando nella maggior parte delle aree geografiche, con performance superiori rispetto al trend economico, ancora caratterizzato da un quadro complessivamente debole. L'elevata liquidità e il prolungamento della fase di bassi tassi di interesse, accompagnati dalla volatilità dei mercati finanziari, comportano un crescente afflusso di capitali nel settore immobiliare. Nell'area euro il 2016 dovrebbe chiudere con un fatturato immobiliare in lievissimo calo (-0,2%), dopo un aumento superiore al tre per cento nel 2015. La flessione deriva dal rallentamento del Regno Unito, dove l'atteggiamento di attesa da parte degli investitori e il calo del valore dei beni, attribuibile soprattutto al deprezzamento della sterlina, comportano una probabile flessione del fatturato complessivo, dopo diversi anni di espansione superiore alle nazioni concorrenti. Escludendo il Regno Unito, il fatturato dovrebbe aumentare del 2,7% nei quattro Paesi più importanti e del 3,1% a livello di UE. La crescita è guidata dalla Spagna, che dovrebbe vedere un aumento a doppia cifra grazie sia allo sviluppo della domanda che all'aumento dei prezzi nei principali mercati. In Francia si prevede un incremento intorno al 2,6%, mentre la Germania dovrebbe registrare una crescita marginale, avendo evidenziato un ritmo di sviluppo brillante negli ultimi anni. La fragilità della ripresa economica si riflette sui prezzi, che evidenziano un andamento debole, con qualche ritocco verso l'alto o verso il basso a seconda dei Paesi e dei segmenti di mercato. Tra il 2016 e il 2010 le quotazioni reali sono scese del 15% in Italia e in Spagna, segnando la peggiore performance europea. In Germania invece si è avuto un aumento del 17%. Le attese per il 2017 sono di un deciso cambio di passo, con un rafforzamento della maggior parte dei mercati europei.

Il mercato immobiliare italiano

Il mercato immobiliare italiano prosegue la sua risalita, anche se in modo più faticoso rispetto alle previsioni di inizio 2016, influenzato soprattutto da un contesto economico e politico nuovamente incerto. Se nella prima parte dell'anno il clima di rinnovata fiducia ha permesso al settore immobiliare di beneficiare dell'ottimismo diffusosi nel 2015, che aveva fatto sperare in una decisa uscita dalla crisi, il finire dell'anno si sta chiudendo in tono minore, caratterizzato, invece, da un maggiore attendismo. Sicuramente è in aumento il numero delle compravendite (a partire da quelle residenziali) e il 2016 si chiuderà con un incremento dell'attività transattiva a due cifre, stimabile su base annua nell'ordine del 12,3%, in gran parte merito delle operazioni concluse nella prima parte dell'anno. A guidare il cambiamento è il settore residenziale, che nell'arco degli ultimi tre anni mostra una crescita del 23,3%. In questo quadro giocano la loro parte i tassi di interesse su mutui, scesi ai minimi storici, che stanno favorendo l'accesso al credito per l'acquisto della casa. L'insieme degli immobili di impresa sta facendo più fatica a smarcarsi dalla crisi degli ultimi anni, anche se l'aumento degli scambi negli ultimi tre anni ha segnato un +13%. A riprova del ruolo del credito nel balzo in avanti, è possibile citare l'accresciuta incidenza delle compravendite finanziate sul totale, passata dal 44% del 2014 al 59,8% attuale.

Al rilancio dell'attività transattiva non ha fatto eco un'inversione di tendenza sul versante dei prezzi, che hanno proseguito la loro dinamica recessiva, seppur con un'intensità progressivamente decrescente: la caduta dei valori partita nel 2008 è quasi arrivata al capolinea, ma il segno meno sta dominando anche questo secondo semestre del 2016, confermando per il terzo anno consecutivo la progressiva riduzione dell'intensità del calo dei prezzi.

Il volume degli investimenti immobiliari nell'ultimo trimestre del 2016 (dati di CBRE Italia) ha raggiunto i 3,8 miliardi di euro, il miglior risultato trimestrale degli ultimi 10 anni, superando dell'80% la media calcolata sul quarto trimestre del periodo 2007-2016. Questo ha portato il volume annuale a 9,1 miliardi di euro, in aumento del 12% rispetto all'anno precedente e facendo del 2016 l'anno con il volume di investimenti più alto dal 2008.

Per quanto riguarda i settori, si segnala che il retail ha registrato il maggiore incremento rispetto al 2015 (+86%), seguito dalla logistica (+52%), dagli hotel e poi dagli uffici.

Il mercato milanese ha giocato un ruolo fondamentale nel raggiungimento di questo risultato grazie alla sua capacità di attrazione di capitali nel settore office, che con €3.7 miliardi si conferma come il più ricercato dagli investitori, e in quello retail high-street. La fiducia degli investitori è stata anche corroborata dalla crescita registrata nei livelli dei canoni di locazione nei settori office e high-street, attuale e prospettica, che hanno supportato la compressione registrata nei tassi di rendimento e il dinamismo del mercato investimenti.

Da segnalare, inoltre, che mentre nel terzo trimestre si era registrata un'inversione di tendenza per quanto riguarda il capitale domestico che pesava per il 51%, contro il 21% del secondo trimestre 2016, nel quarto trimestre 2016 il capitale straniero ha riacquisito terreno, con il 56% degli investimenti totali (2,1 miliardi di euro). La quota di capitale domestico sull'intero anno è comunque cresciuta e rappresenta circa il 40% sul totale degli investimenti rispetto al 25% del 2015.

L'aumento della quota di capitale domestico investito è indice di un mercato che ricomincia a guadagnare interesse anche agli occhi degli stessi investitori italiani.

Investimenti immobiliari in Italia, principali indicatori (fonte CBRE Research, Q3 2016)

Settore	2015	Q4 2016	2016	Var. Y o Y
Uffici	3,0	1,6	3,6	20%
Retail	1,4	1,1	2,6	86%
Industriale e Logistica	414	397	628	52%
Hotel	830	313	1,1	33%
Altri settori	876	137	742	-15%
Mix-used	1,6	195	455	
Totale	8,1	3,8	9,1	12%

Gli investitori stranieri si confermano come i principali player del mercato ricercando oltre a immobili core, limitati in termini numerici, anche immobili value added e opportunistici e portafogli di NPL. Ritorna ad essere consistente l'interesse anche per gli sviluppi. Gli acquirenti stranieri sono in buona parte grandi REIT alla ricerca di redditività. Per attirare questo capitale l'Italia è chiamata ad adattare il proprio prodotto a quello ricercato dagli investitori in termini di trasparenza, completezza e accuratezza delle informazioni, unitamente a garantire tempi definiti. La scarsità di prodotto core in zone centrali porta ad un progressivo abbassamento dei rendimenti medi di queste zone. Gli investitori sono, quindi, interessati a perlustrare altri possibili scenari come il diversificare le tipologie di investimento o valutare zone alternative al centro, dove già molti conduttori di altissimo livello hanno deciso di insediare il loro headquarter. Ricordiamo infatti che ad oggi gli investitori comprano per la maggior parte delle volte il tenant e non l'immobile, scegliendo in molti casi di acquistare le sedi di grandi società.

Gli operatori scommettono, inoltre, su nuove asset class diverse rispetto al passato come l'alberghiero (soprattutto a Roma), il commerciale (con particolare attenzione per l'in-town retail) e la logistica. Queste ultime due tipologie hanno fatto registrare rispettivamente un incremento nel volume transato del 45% e 28%, in confronto allo stesso periodo del 2015. Il segmento uffici, tuttavia, continua a far registrare un forte interesse da parte degli investitori (47% del volume transato), in aumento del 34% rispetto allo stesso periodo del 2015.

Si registra ancora un forte divario tra rendimenti del prodotto core rispetto agli altri; per questo motivo sarà importante individuare e lavorare su nuove classi di investimento per creare rendimenti apprezzabili anche su prodotti non core. Fondamentale è la creazione di nuovo prodotto di qualità attraverso anche la riqualificazione, rigenerazione e conversione dell'esistente, puntando sulla dotazioni di infrastrut-

ture, servizi e nuove tecnologie. Molto può essere fatto anche per la tutela dell'ambiente e del territorio, per il risparmio energetico e per preservare e valorizzare la ricchezza culturale e artistica dell'Italia, patrimonio minato anche dai recenti eventi sismici.

La compressione dei rendimenti proseguita per tutto il 2016 è anche sintomo di una fiducia nel nostro mercato; in un contesto globale dove gli investitori si muovono e possono operare in più Paesi questo è fondamentale. La competizione a livello globale è molto elevata e, se l'Italia non vuole restare esclusa, si deve essere concorrenziali sia a livello di prodotto che di normativa.

Il mercato residenziale

Nel 2016 il mercato residenziale italiano ha segnato una decisiva crescita in termini di volumi transati: il risultato dei primi nove mesi dell'anno, pari a 381.790 transazioni, +20,4% rispetto allo stesso periodo del 2015, ci anticipa che l'anno si chiuderà con circa 500 mila transazioni.

Nel terzo trimestre 2016, si sono rilevate complessivamente 123.410 transazioni, con una variazione del +17,4%, rispetto al terzo trimestre 2015. A livello territoriale, le variazioni sono state positive sia per i capoluoghi (+16,4%), che per i non capoluoghi (+17,9%). La variazione positiva maggiore è stata registrata nei capoluoghi del Nord (+23,0%). Seguono i non capoluoghi del Nord (+22,0%) e i non capoluoghi del Centro (+17,7%).

Numero di Transazioni Normalizzate (NTN) residenziale dal 2014 al Q3 2016

Fonte: Axiare - Elaborazione su dati Agenzia del Territorio

COMPARTO RESIDENZIALE - NTN TRIMESTRALE										
MACRO AREE (III QTR 14 - III QTR 16)										
Livello territoriale		Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016
NORD	Capoluoghi	14.727	18.487	15.363	19.665	17.003	20.617	19.813	24.949	20.912
	Non Capoluoghi	33.073	41.918	32.955	41.747	36.972	46.146	40.151	51.737	45.093
	Totale	47.800	60.405	48.318	61.412	53.974	66.763	59.963	76.686	66.005
CENTRO	Capoluoghi	9.728	11.960	9.616	11.981	10.584	13.245	11.253	14.161	11.911
	Non Capoluoghi	10.345	12.690	10.586	12.673	11.634	14.148	12.680	15.606	13.695
	Totale	20.073	24.650	20.202	24.653	22.218	27.393	23.933	29.767	25.606
SUD	Capoluoghi	7.373	8.513	7.660	8.802	8.139	9.332	9.037	10.676	8.760
	Non Capoluoghi	19.643	22.975	19.276	21.656	20.774	24.066	22.201	26.116	23.040
	Totale	27.016	31.488	26.935	30.457	28.912	33.398	31.238	36.792	31.799
ITALIA	Capoluoghi	31.827	38.959	32.639	40.448	35.725	43.193	40.102	49.786	41.582
	Non Capoluoghi	63.061	77.583	62.816	76.075	69.380	84.360	75.032	93.459	81.828
	Totale	94.888	116.543	95.455	116.523	105.105	127.553	115.135	143.245	123.410

Una crescita che supera le aspettative e che fa presagire un 2017 con una crescita altrettanto importante. Nonostante lo scenario espansivo, il settore pare destinato a mantenersi su livelli di attività nettamente inferiori ai picchi pre-crisi, quando si superarono a più riprese le 800 mila compravendite annuali, in un contesto molto diverso dall'attuale.

Gli elementi che hanno generato questa crescita sono vari e diversificati, ma possono essere sintetizzati in tre fattori principali: la ripresa delle erogazioni di finanziamenti alle famiglie per acquisto abitazioni, dovuto al permanere di bassi tassi di interesse, il riallineamento delle quotazioni e gli incentivi per il settore previsti dalla Legge di Stabilità.

Le erogazioni di finanziamenti nel primo semestre 2016 sono aumentate del 39,6% rispetto allo stesso semestre del 2015 (dati Banca d'Italia). Nel 2016 si è confermato inoltre il trend positivo del numero di richieste di mutuo: + 13,2% nei primi nove mesi dell'anno rispetto lo stesso periodo del 2015 (Dati: Crif). L'ulteriore lieve diminuzione dei prezzi ha contribuito inoltre a favorire l'accessibilità del bene casa per le famiglie: nel primo semestre 2016 si è registrata una variazione media delle quotazioni intorno al -1% nelle grandi città, dato che dovrebbe riconfermarsi per il secondo semestre, chiudendo la variazione 2016 intorno al -2%. Questo dato, che segue quello del 2015 (-4%) e del 2014 (-6,5%), mostra una progressiva attenuazione della diminuzione delle quotazioni. La fase di contrazione dei prezzi non può dirsi ancora conclusa, nonostante l'intensità del calo si sia negli ultimi tempi notevolmente attenuata. A tal proposito, per il 2017 è prevista un'ulteriore diminuzione, pari al -0,8%. Sarà a partire dal 2018 per i settori residenziale e commerciale e dal 2019 anche per quello direzionale che finalmente si manifesterà un cambio di segno, anche se l'intensità della crescita dei prezzi che si preannuncia è talmente modesta da prefigurare uno scenario di sostanziale stagnazione.

Il 76,5% delle compravendite ha interessato l'abitazione principale, il 16,7% la casa ad uso investimento ed il 6,8% la casa vacanza. La qualità immobiliare continua a premiare, soprattutto per coloro che hanno acquistato la prima casa: un lieve aumento dei prezzi quasi sempre è stato determinato dal volersi assicurare un immobile con caratteristiche qualitative medio-alte. Continuano a restare a lungo sul mer-

cato gli immobili che non incontrano il favore degli acquirenti (piani alti senza ascensore, piani terra). Il peso delle spese condominiali riveste un'importanza sempre maggiore nella valutazione dell'acquisto.

La ripresa delle transazioni è stata caratterizzata da una divaricazione dei tempi di vendita a seconda delle specificità dell'offerta: la media delle grandi città prese in esame è lievemente diminuita, attestandosi nel primo semestre 2016 intorno ai 5,3 mesi, rispetto ai 5,5 mesi del 2015.

Da segnalare che gli immobili con buon rapporto qualità/prezzo ora vengono assorbiti anche in tempi più brevi rispetto a questa media; al contrario, l'offerta posta in vendita a prezzi troppo elevati o che per caratteristiche non incontra le esigenze della domanda, presenta tempi di assorbimento molto più lunghi. Si conferma, quindi, una crescente discrepanza tra soluzioni di buon livello qualitativo (in termini di caratteristiche costruttive, efficienza energetica, location e contesto) e quelle situate in contesti periferici di scarso appeal, non in grado quindi di incontrare le esigenze della domanda.

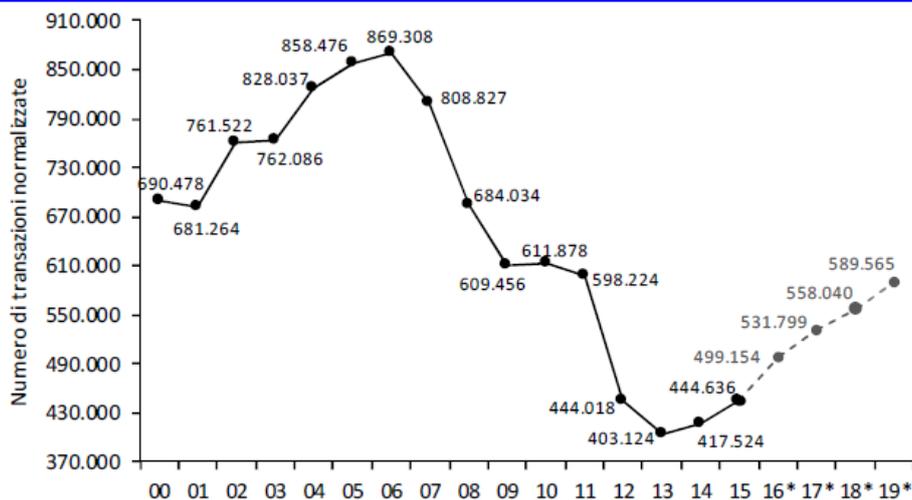
Per quanto riguarda gli sconti medi tra prezzo inizialmente richiesto e prezzo di chiusura delle trattative, nel primo semestre 2016 la media è stata intorno al 12% per le grandi città, ma anche in questo caso abbiamo forti differenze a seconda dello specifico immobile. Analizzando le serie storiche è possibile vedere come progressivamente sia i tempi di vendita sia gli sconti in sede di chiusura delle trattative si stiano riportando ai valori medi che precedono l'anno 2007; le transazioni continuano a crescere, mentre i prezzi vanno verso una stabilizzazione.

Sul tema locazioni, i canoni delle grandi città sono in aumento: +0,7% per i monolocali ed i bilocali e +0,8% per i trilocali. Su tutte le tipologie per la prima volta si vede un segnale positivo, attribuibile prevalentemente ad una diminuzione dell'offerta immobiliare e ad una migliore qualità della stessa. Abbastanza invariata la distribuzione della motivazione della ricerca della casa in affitto: il 61,1% cerca la casa principale, il 35% lo fa per motivi legati al lavoro e il 3,9% per motivi legati allo studio. Il contratto più praticato è quello a canone libero, tuttavia aumenta l'interesse per il contratto a canone concordato.

Sono migliorate le aspettative degli operatori immobiliari riguardo all'attività transattiva, mentre per quanto concerne i prezzi ci si aspettano ulteriori riduzioni, seppure di lieve entità. Nel mercato della locazione si registra un miglioramento delle aspettative tanto per le quantità quanto per i valori, seppure nell'ambito di un quadro che rimane diverso: se l'indicatore previsionale del numero di contratti è ampiamente positivo ormai da diversi semestri, quello riguardante i canoni di locazione si colloca ancora in territorio negativo, seppure su posizioni ormai prossime al punto di svolta. In generale la tendenza in atto verso una migliorata condizione di liquidità degli immobili si traduce in un aumento delle compravendite.

Numero di compravendite residenziali annuali e previsioni

Fonte: Agenzia delle Entrate (* Previsioni Nomisma)



Il mercato terziario

Il comparto direzionale continua a contribuire in misura rilevante alle dinamiche di mercato rappresentando, al termine del 2016, circa il 40% del totale investito, corrispondente a circa 3,6 miliardi di euro. Per quanto riguarda l'asset allocation geografica, circa il 40% degli investimenti si è concentrato nell'area di Milano, il 22% in quella di Roma, mentre il 38% si è rivolto verso altre realtà italiane. A favore della diversificazione, che risulta ancora modesta, concorre la scarsità di prodotto di tipo prime nelle città principali, che non di rado induce gli investitori a ricercare opportunità in contesti secondari in cui è possibile trovare immobili, anche di tipo value added, con una redditività adeguata in virtù di prezzi or-

mai fortemente ribassati. Tale strategia riguarda solo una quota residuale degli investitori stranieri, che continuano a rappresentare la principale fonte di alimentazione del mercato immobiliare italiano, come testimonia l'incidenza del valore delle transazioni ad essi riconducibile sul totale stimabile in circa il 66%. Tale percentuale, seppure decisamente rilevante, risulta in lieve flessione rispetto agli anni scorsi, quando la componente di provenienza estera era riconducibile ad una quota compresa tra il 70% e l'80% del mercato. Gli operatori domestici più attivi sono soprattutto i fondi immobiliari e i privati, che spostano sull'immobiliare una parte dei capitali investiti in prodotti finanziari a basso rischio, ma che non offrono più rendimenti competitivi visti i tassi di interesse ai minimi storici.

L'interesse per il nostro Paese, risulta confermato dal saldo netto marcatamente positivo tra investimenti e disinvestimenti, come peraltro già registrato negli anni scorsi. L'ammontare delle vendite di operatori esteri ha raggiunto circa 1,8 miliardi di euro nel corso del terzo trimestre del 2016, a fronte dei 3,55 miliardi di euro di investimenti. Il saldo si conferma, dunque, marcatamente positivo e pari a circa 1,7 miliardi di euro.

Permane però una forte disomogeneità tra le diverse aree geografiche: a livello territoriale è il Centro Nord ad avere una posizione di vantaggio, con Milano che concentra la quasi totalità della domanda estera, seguita da Roma, Torino e Bologna. Milano in particolare, grazie ad uno stock di uffici di elevato standard qualitativo, è sempre più appetibile per le grandi corporate straniere alla ricerca di spazi moderni e di qualità elevata.

Per quel che riguarda la tipologia di immobili si conferma una maggiore richiesta per gli immobili di classe A perché i clienti puntano sempre più a ottimizzare gli spazi, ridurre i costi e, in alcuni casi, a creare spazi di co-working e smart-working con servizi ad alto valore aggiunto. E' apprezzato soprattutto il prodotto nuovo, anche perché è spesso personalizzato e realizzato sulla base di richieste specifiche. Qualità, accessibilità e immagine, sono i driver che ancora una volta hanno guidato la domanda dei conduttori. Nel terzo trimestre, infatti, i canoni prime sono cresciuti grazie alla spinta dell'economia e della ripresa dell'attività di sviluppo, che per Milano e Roma riguarda per lo più la riqualificazione di immobili esistenti. Il 2016 aveva quindi tutte le potenzialità per concludersi in modo più che positivo ma l'instabilità politica, ha purtroppo contribuito a rallentare questa ondata di ottimismo.

Focus su Milano

Milano, meta preferita per gli investimenti, si conferma in prima linea per volumi nel settore uffici. La progressiva saturazione del CBD (Central Business District) ha portato a una quasi totale riduzione della vacancy anche nel business district di Porta Nuova, risultato molto positivo per la città.

Negli ultimi dieci anni Milano ha subito una forte rigenerazione urbana che ne ha definito un nuovo skyline, ove i progetti di City Life e Porta Nuova hanno fatto da starting point per questa evoluzione. L'attenzione ora si è rivolta verso il centro stesso della città, Piazza Cordusio, punto di connessione tra le principali vie del fashion, il turismo ed il mercato finanziario. L'attrattività di questa area renderà Milano una città sempre più interessante generando un vantaggio competitivo capace di incrementare il turismo nei confronti delle principali capitali europee.

Dall'inizio del 2016 gli investimenti hanno raggiunto i 2,1 miliardi di euro, di cui circa 1,4 miliardi di uffici, per un'incidenza sul totale prossima al 68%. L'interesse da parte degli investitori stranieri per il mercato milanese rimane elevato e in linea con quanto osservato nella prima parte dell'anno. In particolare, gli operatori più rilevanti si confermano, nell'ordine, i fondi aperti tedeschi e di altri Paesi (39,2%), le property companies internazionali (28,8%) e i fondi sovrani. Circa il 74% del totale degli investimenti dell'ultimo trimestre è stato realizzato da stranieri. Al contrario, i fondi immobiliari italiani si confermano sempre meno presenti sul mercato, al punto che la quota di investimenti ad essi attribuibili è stata pari al 4%, ossia la più esigua finora mai registrata.

Per quanto riguarda il mercato della locazione del segmento direzionale, il take-up rilevato nei primi nove mesi del 2016 è stato pari a circa 220.000 mq, evidenziando una crescita rispetto al 2015 prevalentemente riconducibile alla buona performance registrata nelle zone periferiche.

Dal lato dell'offerta si segnala un lieve incremento del tasso di sfritto (+10 bps), che attualmente si attesta al valore del 13,8%. Tale aumento è dovuto principalmente a diversi rilasci nel sottomercato della periferia, che rappresenta il distretto con il più alto tasso di spazi vacanti (21,7%). La disponibilità di spazi di qualità superiore, quindi di grado A, rappresenta invece solo il 20% del totale (circa 353.000 mq), mentre la disponibilità degli immobili di classe B o C è in aumento.

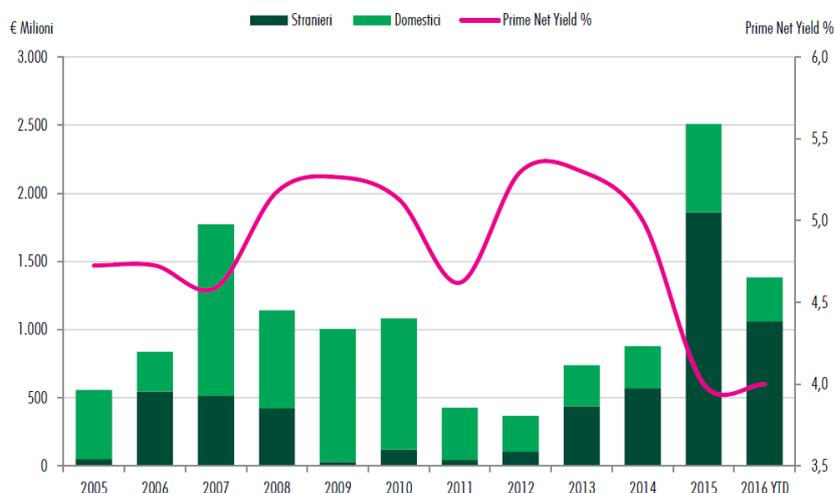
In crescita i prime rent uffici che nel terzo trimestre si è attestato a 500 €/mq, con variazioni che vanno dai 350 ai 450 €/mq per la zona Cairoli, Brera e San Babila, e dai 450 fino ai 600 €/mq per le aree tra Cordusio, Broletto e Duomo che si identificano come prime location. I prime net yield e good secondary net yield sono stabili rispettivamente a 4,00% e 5,75%.

L'attività di sviluppo si conferma dinamica; tra luglio e settembre sono stati completati 44.000 mq di immobili direzionali. Si tratta della ristrutturazione di due immobili che ospiteranno i nuovi HQ di due prima-

rie società della moda e della consulenza. Sono attesi per i prossimi 3 anni progetti per un totale di circa 430.000 mq.

Investimenti settore uffici a Milano per fonte capitale e rendimenti

Fonte: CBRE Marketview, Milano Uffici Q3 2016



Focus su Roma

Roma continua a riscuotere interesse tra gli investitori, con circa 375 milioni di euro investiti nel terzo trimestre del 2016, in crescita rispetto allo stesso trimestre del 2015 e in linea con il dato di Milano che ha registrato 388 milioni di euro investiti. Se si considera il mercato nel suo complesso, i circa 1,2 miliardi di euro investiti nei primi nove mesi dell'anno evidenziano una crescita (nell'ordine del 10%) anche se paragonati al dato totale relativo al 2015. Per quanto riguarda il segmento direzionale, il quadro risulta addirittura migliore, con circa 510 milioni di euro investiti da inizio anno, il comparto è arrivato a rappresentare circa il 43% del totale investito. Nel mercato corporate romano non si registra una prevalenza di investitori stranieri come accade in quello milanese, in virtù di una differente e più variegata composizione della domanda.

L'interesse da parte degli operatori esteri è risultato comunque fondamentale per consentire la crescita dei volumi transati. In particolare, il 39,5% degli investimenti è stato realizzato da fondi immobiliari tedeschi e stranieri, seguiti da società immobiliari e REITs (29,6%) e da investitori e società private (19%).

Per quanto riguarda il segmento locativo, l'assorbimento registrato nei primi mesi dell'anno è risultato anch'esso in ripresa, con circa 157.900 mq di spazi contrattualizzati, ossia il doppio rispetto al livello dello stesso periodo del 2015. Il centro e l'EUR risultano, ancora una volta, le aree più dinamiche. L'aumento del take-up ha contribuito anche a ridurre il tasso di vacancy, che si è riportato al di sotto dei 900 mila mq immediatamente disponibili, che corrispondono a circa il 9,3% dello stock locabile senza radicali interventi di riqualificazione.

I canoni prime risultano in lieve aumento nelle zone centrali e stabili nell'area dell'EUR, attestandosi sui 410 €/mq, da 400 €/mq del secondo trimestre 2016. Anche il sottomercato dell'EUR ha subito un lieve incremento, portandosi al valore di 325 €/mq da 320 €/mq del trimestre precedente. Al contrario, nelle zone semicentrali sono i canoni medi a diminuire, a fronte di un segmento prime che si mantiene su livelli sostanzialmente invariati.

I rendimenti medi lordi da locazione risultano in contrazione per quanto riguarda il centro e il semicentro, mentre si mantengono nel complesso stabili in periferia e si attestano i prime e good secondary rispettivamente a 4,00% e 5,75% netto.

Per quanto riguarda, infine, l'attività di sviluppo, la pipeline sembra essersi nuovamente irrobustita, pur mantenendosi su dimensioni ancora piuttosto esigue rispetto al passato e ubicata principalmente nel sottomercato dell'EUR. Ad oggi è prevista la realizzazione o ristrutturazione di circa 145 mila mq tra la fine del 2016 e il 2017, anche se, come già accaduto in passato, molte iniziative potrebbero subire ritardi in attesa di un rafforzamento dei segnali espansivi provenienti dal mercato.

Investimenti settore uffici a Roma per fonte capitale e rendimenti

Fonte: CBRE Marketview, Roma Uffici Q3 2016



Il mercato retail

Il volume di investimenti nel settore retail nel quarto trimestre 2016 è stato pari a 1,1 miliardi di euro, in incremento rispetto agli 827 milioni del trimestre precedente, portando il totale annuo a 2,6 miliardi e si configura come l'asset class che ha registrato i volumi più elevati. Il risultato del terzo trimestre è stato sostenuto da due importanti deal: l'acquisizione del retail park Da Vinci Center per 208 milioni certificando una forte compressione dei tassi in questo comparto laddove, in presenza di prodotti maturi e consolidati, il tasso si attesta infatti sotto il 6% netto, e la creazione del Fondo Mercury (supermercati Conad). Per la prima volta dal 2014, la quota di capitale domestico investito (44%) ha rappresentato quasi la metà del totale trimestrale.

Si segnalano inoltre alcune operazioni di High Street localizzati sia in piazze primarie che in mercati secondari, evidenziando una tendenza crescente da parte degli investitori soprattutto core a rivolgersi verso prodotti più sicuri e meno complessi sebbene localizzati in piazze secondarie.

L'interesse rimane, comunque, focalizzato sui prodotti core e ciò conferma l'high street come una delle asset class preferite dagli investitori, che confidano nella capacità delle principali città italiane di attrarre flussi turistici, sia per il segmento lusso che mass-market. Tra le high streets, via Montenapoleone a Milano si conferma al terzo posto nella classifica delle location più costose a livello europeo. Il valore, ulteriormente aumentato, raggiunge 12.500 euro al mq all'anno; tra le prime dieci posizioni in Europa in termini di canoni di locazione si posizionano anche Roma, Firenze e Venezia. A fronte di una disponibilità estremamente limitata di spazi "prime" in termini di posizione e di caratteristiche fisiche degli immobili, i retailer sono disposti a corrispondere canoni più elevati, pur di assicurarsi le posizioni migliori. Sono questi gli elementi che continuano ad attrarre l'interesse degli investitori nazionali ed internazionali verso il segmento delle high streets, che rappresenta una componente significativa nel volume degli investimenti retail in Italia.

Altro trend interessante è il riposizionamento della GDO (Grande Distribuzione Organizzata) attraverso una riduzione degli spazi vendita. Se questa tendenza ha creato non pochi problemi ai centri commerciali, oggi questo trend potrebbe creare interessanti opportunità per una progressiva ri-animazione commerciale di alcune aree del centro storico/semicentro attraverso le formule city-market. Altro fenomeno è la mutazione avviata dai centri commerciali e la crescita dei retail park: nei centri commerciali si stanno riducendo gli spazi dedicati all'elettronica e alla grande distribuzione, mentre crescono gli spazi dedicati al food, alla socialità e al divertimento. I retail park vivono oggi una stagione di grande sviluppo essendo inoltre una formula particolarmente attrattiva per gli sviluppatori che evitano le lunghe trafale burocratiche collegate allo sviluppo dei centri commerciali. Il fenomeno degli outlet non sembra conoscere crisi, tutte le principali strutture stanno registrando performance interessanti.

Sul tema dei rendimenti si registra per le High Street a Milano il 3,90% e a Roma il 4%, gli Shopping Centres sono al 5,40% e i Retail Parks al 6,50%.

I canoni prime dei centri commerciali risultano stabili da un anno, sia a Milano che a Roma, rispettivamente al livello di 880 €/mq e 935 €/mq; i canoni dei parchi commerciali hanno invece registrato un lieve incremento nella città di Roma, dove nel terzo trimestre hanno raggiunto il valore di 215 €/mq, differenziandosi dopo anni dal dato di Milano che permane a 210 €/mq. I canoni High Street nella città di Roma

sono aumentati al valore di 3.900 €/mq (da 3.750 €/mq del secondo trimestre 2016), dato che permane comunque inferiore a quello della città di Milano (4.300 €/mq) dove i canoni risultano stabili da 12 mesi. L'attività di sviluppo si conferma vivace con circa 300.000 mq di nuova GLA tra nuovi progetti e ampliamenti. Il Centro ad Arese nel mese di aprile ed Elnòs Shopping a Roncadelle (Brescia) nel mese di settembre, rappresentano le principali aperture del 2016, non solo in termini dimensionali, ma anche per le caratteristiche innovative del prodotto, sia come architettura, tenant mix e merchandising mix (sui tre assi del futuro: food, servizi e leisure). A questo vanno aggiunti i progetti in costruzione il cui completamento è atteso tra il 2017 e il 2018 per un totale di circa 530.000 mq. In generale la pipeline del retail moderno è rappresentata da nuovi progetti principalmente localizzati nel settentrione e relativi a gallerie commerciali (59%), seguite da leisure e lifestyle centre (18%), parchi commerciali (17%), centri ad uso misto (3%) ed outlet (3%).

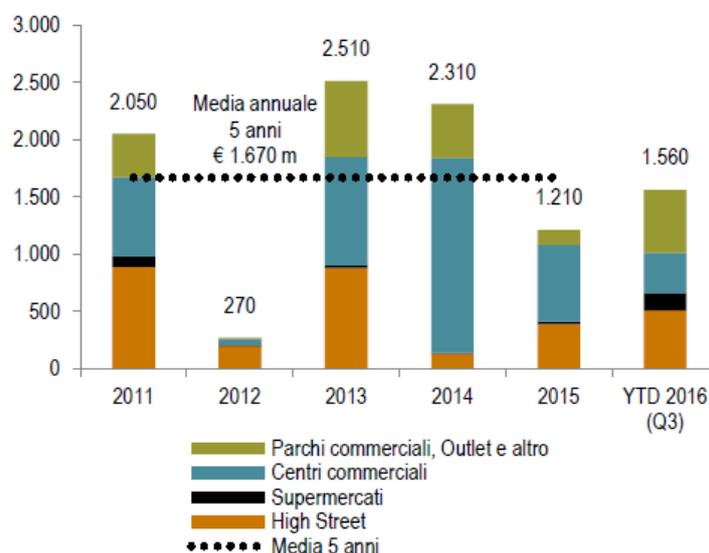
Rendimenti immobiliari netti per trimestre_Retail

Fonte: CBRE Italia retail, Q3 2016

Rendimenti (%)	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16
High Street Prime	4,00	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50
High Street Secondary	5,75	5,75	5,00	5,00	5,00	5,00
Shopping Centre Prime	5,50	5,50	5,00	5,00	5,00	5,00
SC Good Secondary	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00
Retail Park Prime	7,00	7,00	6,00	6,00	6,00	5,90
Retail Park Good Secondary	7,75	7,50	7,25	7,25	7,25	7,00

Volume degli investimenti Retail dal 2011 al Q3 2016

Fonte: JLL_Italia Retail Q3 2016



Il mercato della logistica

Il mercato immobiliare della logistica chiude il 2016 con un rinnovato interesse da parte degli investitori, in particolare esteri, ma stabile sul fronte degli scambi. Dopo un 2014 vivace con transazioni di interi portafogli, vede attenuarsi in maniera fisiologica le compravendite di ampie metrature per cifre superiori ai cinquanta milioni di euro. In Italia, come in Europa, a sostenere la domanda è la vivacità delle sue componenti fondamentali, con qualche differenziazione per intensità: l'attività degli operatori logistici e lo sviluppo dell'e-commerce *in primis*, il settore produttivo e il retail con un'influenza minore in confronto al resto del continente.

In particolare è sull'e-commerce che si focalizzano tutte le aspettative e le potenzialità di crescita in Italia. Infatti, il mercato appare ancora contenuto se confrontato con le realtà più sviluppate. Gli immobili richiesti dall'e-commerce, devono essere di grandi dimensioni (oltre quarantamila mq) collocati in pros-

simità delle principali arterie di comunicazione, in vicinanza ai principali mercati di consumo, preferibilmente posizionati all'interno di parchi logistici. Gli aspetti strutturali sono fondamentali: devono avere caratteristiche innovative, quali, coibentazione, cablatura, altezza minima tra dodici e quindici metri, riscaldamento/condizionamento, automazione. Altro elemento da considerare è rappresentato dal maggiore avvicinamento ai mercati di consumo, con capannoni di dimensioni più contenute, prossimi alle aree urbane, utili ad effettuare consegne in minor tempo e con maggiore frequenza.

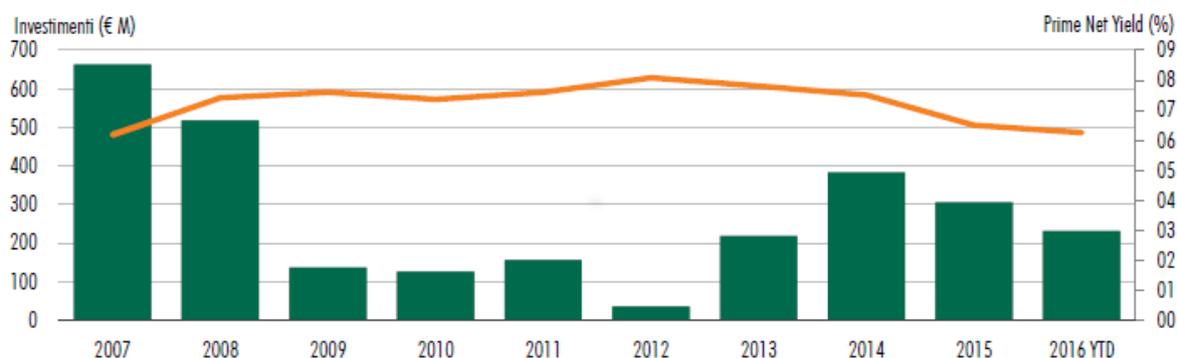
Se analizziamo gli indicatori, il volume assorbito nei primi nove mesi del 2016 ha superato il milione di mq, registrando una forte crescita rispetto allo scorso anno e pari ad un livello record in Italia nel settore logistico. La maggioranza delle transazioni ha interessato immobili di piccolo taglio, con dimensioni inferiori ai 10.000 mq.

Lombardia, Emilia Romagna e Lazio si confermano le location più ambite con oltre 70.000 mq di assorbimento ciascuna; l'assorbimento è localizzato principalmente nell'area dell'hinterland di Milano allargato sino a ricomprendere le province di Novara, Pavia, Lodi e Piacenza, così come una forte ripresa dei pre-let legati agli sviluppi dietro commessa. Il Lazio, dopo anni di stallo, ha registrato una delle più importanti operazioni degli ultimi anni: la locazione su pre-let agreement di un magazzino logistico di oltre 60.000 mq in provincia di Rieti; poco vivace il Veneto con 15.000 mq, più per mancanza di prodotto.

Si conferma elevato l'interesse degli investitori istituzionali, pur se il volume totale dei primi nove mesi, pari a circa 231 milioni, è in contrazione rispetto allo stesso periodo del 2015. I valori sono in leggera contrazione: le soluzioni nuove segnalano prezzi in discesa dell'1,2% se vicino alle arterie e dell'1,4% se lontane dalle arterie; quelle usate sono in calo rispettivamente -dell'1,3% e dell'-1,5%. Anche i canoni di locazione sono in ribasso: dell'1% e dello 0,7% per le tipologie nuove vicino alle arterie e lontano dalle arterie e dello 0,5% e dello 0,8% per quelle usate. I canoni prime si attestano a Milano sui 50 €/mq e a Roma sui 52 €/mq. I rendimenti netti prime sono diminuiti nel trimestre di 15 bps, attestandosi a 6,25%. Dal punto di vista dell'offerta di mercato, sono ripresi gli sviluppi di medio-grandi dimensioni in quelle zone geografiche dove vi è ormai assenza di prodotto vacant disponibile. I nuovi sviluppi sono quasi unicamente commissionati da operatori del settore retailer, con una netta prevalenza per gli operatori dell'e-commerce; ad oggi si registra una pipeline di oltre mezzo milione di mq.

Investimenti e rendimenti prime nel settore industriale-logistico in Italia

Fonte: CBRE Marketview, Logistica Q3 2016



Il settore dei Non Performing Loan

Il deterioramento della qualità creditizia registrato in Italia è tra i peggiori su scala europea. Tale aspetto riflette specificità nazionali, quali ad esempio i criteri contabili stringenti adottati dalle banche per la classificazione dei prestiti deteriorati, la lentezza delle procedure di recupero dei crediti, le politiche di supervisione che determinano spesso una riclassificazione a ribasso delle posizioni esaminate.

Le banche italiane nei prossimi anni prevedono un incremento nei volumi dei crediti deteriorati e delle sofferenze (NPL).

Il settore del Social housing

Per dare nuova linfa al mercato immobiliare, ancora stretto nella morsa della crisi economica, il Governo ha adottato una serie di misure, oggi contenute nel D.L. n. 47/2014, dal valore di circa 1,8 miliardi di euro. Si tratta di un piano che interviene su più fronti dell'edilizia residenziale nell'ottica di sostenere e rilanciare l'affitto, incrementare l'offerta di ERP e agevolare lo sviluppo del social housing. Con queste premesse, l'esperienza dei fondi immobiliari può rappresentare lo strumento per individuare le best

practices sul territorio in termini sia di processo (le strutture finanziarie per la realizzazione delle opere, anche attraverso un maggior ricorso alle forme partenariali), sia di prodotto (i migliori progetti dal punto di vista della qualità della produzione edilizia con una particolare attenzione agli aspetti ambientali, energetici e sociali). In tale contesto svolge un ruolo di perno e catalizzatore il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), gestito da CDP Investimenti SGR e partecipato dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

In questi ultimi anni sono continuati a moltiplicarsi gli annunci di protocolli di intesa per la realizzazione di progetti di social housing. Il quadro del settore, che offre case a prezzi calmierati, in affitto o in vendita, registra nel primo semestre del 2016, 131 progetti complessivi, che prevedono circa 9 mila appartamenti, tutti già inseriti nei fondi operativi in via di sviluppo. Altri 110 progetti devono partire e portano l'obiettivo complessivo a circa 20 mila appartamenti il target del FIA. Grazie al suo apporto, aumentato anche fino all'80%, sono partite molte iniziative.

Le prime esperienze in Italia hanno rilevato che la vendita in molte città non ha funzionato. Il trend vede un'incidenza sempre più forte per l'affitto. Le nuove generazioni puntano alla condivisione e all'affitto perché sempre in movimento e inclini all'economia dello sharing. La componente di offerta in locazione è il 64,6%, in vendita convenzionata è il 17,7% e in locazione con riscatto è il 18,7% (Fonte *Il Sole 24ore*).

Oggi che i tassi sono scesi, i rendimenti per gli investitori sono più interessanti e si aggirano in media intorno al 3-4 %. La partecipazione del privato, in molti casi di Sgr indipendenti, permette l'approccio professionale alla gestione del patrimonio, curando aspetti finanziari, di redditività, efficienza delle risorse che fino a questo momento il Pubblico aveva gestito con enormi difficoltà. Questo andamento porterà alla creazione dell'asset class social housing per gli operatori.

Il totale degli investimenti ad oggi si aggira intorno ai 3,8 miliardi di euro per 21 mila appartamenti (2,2 miliardi di euro arrivati dal FIA, nel quale sono presenti assicurazioni ed enti previdenziali oltre che investitori). Si segnala, infine, che ad aprile 2016 l'originaria dotazione del plafond casa (euro 2 miliardi) è stata incrementata a euro 3 miliardi attraverso un addendum alla convenzione CDP – ABI.

A marzo 2016 il FIA ha assunto delibere d'investimento per circa 1,78 miliardi di euro in 32 fondi locali gestiti da 9 SGR, per realizzare 240 progetti, per complessivi 22.200 alloggi sociali e 6.900 posti letto in residenze temporanee e studentesche. Le tipologie d'intervento sebbene presentino caratteristiche diverse per dimensione e localizzazione sono riconducibili a tre categorie principali: (i) progetti di riqualificazione urbana, recupero e rifunzionalizzazione del patrimonio edilizio esistente; (ii) acquisizione di immobili invenduti per l'affitto a lungo termine; (iii) interventi in aree di completamento delle città.

I progetti, per molti casi, si caratterizzano non solo per l'incremento della dotazione di alloggi sociali, ma contribuiscono alla riqualificazione urbana dei quartieri in cui si inseriscono, attraverso la ricucitura dei tessuti insediativi esistenti, l'offerta di servizi e la dotazione di nuovi spazi pubblici.

Nonostante l'estensione territoriale delle iniziative, la ripartizione delle risorse mostra ancora una evidente sproporzione a vantaggio del Nord Italia, rispetto al Centro e al Sud. Le ragioni del fenomeno possono essere ricondotte alla natura peculiare del FIA, ovvero l'intervento in fondi locali condizionato all'esistenza di operatori sul territorio in grado, coerentemente con la legislazione regionale e le attività municipali, di presentare progetti di investimento coerenti sotto il profilo realizzativo e remunerativi sotto quello economico-finanziario.

1.3. Mercato dei fondi immobiliari

Il settore dei fondi immobiliari rispecchia la ripresa del mercato di riferimento e ne rappresenta un motore importante. Secondo lo studio annuale di Scenari Immobiliari, le performance del comparto si confermano superiori al contesto economico globale e permangono condizioni favorevoli ad un ulteriore sviluppo, quali la forte liquidità, i bassi tassi di interesse, la presenza di un ampio numero di opportunità a prezzi ribassati e la scarsa liquidità di altre forme di investimento. Il numero di fondi operativi nel nostro Paese è leggermente calato per la scadenza di alcuni fondi quotati e per la chiusura di quelli di tipo familiare, ma nel 2017 è atteso un leggero incremento.

Oltre ad operatori italiani sono attese Sgr di proprietà internazionale che si avvicinano ad utilizzare questo strumento per operare in modo intenso sul mercato nazionale. L'interesse di operatori esteri si era già avvertito alla fine dello scorso anno e intensificato nel corso del 2016, confermato da vari investitori internazionali che avevano puntato, tra i propri obiettivi futuri di crescita, il mercato italiano per crescere e sviluppare il proprio business, attraverso una serie di operazioni di acquisizione e un'importante ottimizzazione gestionale del proprio portafoglio. Quindi le prospettive potrebbero essere più positive rispetto a quanto previsto.

Nel corso del 2016 il Nav dei fondi immobiliari italiani (sulla base delle stime di chiusura dei bilanci) dovrebbe toccare i 47,8 miliardi di euro, e un patrimonio immobiliare pari a 53 miliardi, in crescita rispettivamente del 4,6% e 1,7% rispetto all'anno precedente (dati Scenari Immobiliari). Un incremento intorno al 3% è atteso per il 2017, meno della metà del progresso medio previsto in Europa. Il rendi-

mento è superiore allo zero, ma resta sensibilmente inferiore rispetto alla maggior parte dei fondi europei. Complessivamente positivi i parametri finanziari, con una notevole riduzione dell'indebitamento, attribuibile al basso costo del denaro e alle operazioni di ristrutturazione patrimoniale, e un ridimensionamento dello sconto sul Nav, assestato intorno al 35%.

Le sfide che l'industria dei fondi immobiliari deve affrontare nei prossimi anni sono di tipo qualitativo. La prima è rappresentata dalla liquidazione dei fondi retail in scadenza, che si preannuncia complessa perché il contesto attuale non è favorevole alla dismissione dei patrimoni. La seconda è rappresentata dalla necessità di innovare il prodotto, cioè superare i confini dell'asset allocation tradizionale, rappresentata da uffici, commerciale e logistica, per concentrare attenzione e risorse sui settori alternativi, che rappresentano già quote significative del patrimonio dei veicoli esteri. In questo passaggio risulta fondamentale l'innovazione tecnologica, che rivoluziona la progettazione e l'utilizzo degli immobili e contribuisce a rendere maggiormente appetibili localizzazioni secondarie. L'innovazione di prodotto deve essere sostenuta dal miglioramento dell'efficienza operativa, con l'obiettivo di correggere gli errori del passato e incrementare i margini di profittabilità, mantenendo sempre un buon equilibrio prodotti core e value added, tra rendimento e profilo di rischio.

L'ultima sfida, ma forse la più importante e anche la più rischiosa, è quella dell'internazionalizzazione. Il mercato italiano dei fondi è frammentato e rappresentato da veicoli di piccole dimensioni, scarsamente competitivi sul piano internazionale. L'interesse per il mercato italiano da parte degli investitori esteri è in crescita ed è compito dei fondi intercettarlo e incoraggiarlo, nello stesso tempo ampliando i confini delle proprie strategie.

I Fondi immobiliari in Italia (retail e riservati) (fonte *Scenari Immobiliari*)

Descrizione	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017°
N° fondi operativi ¹	312	358	365	385	390	395	405
Nav ²	36.100	37.000	39.000	43.500	45.700	47.800	49.300
Patrimonio immobiliare detenuto direttamente	46.400	47.300	49.100	50.500	52.100	53.000	54.700
Indebitamento esercitato ³	28.500	29.700	31.500	30.700	26.000	24.000	23.500
Performance (Roe) ⁴ (val. %)	0,7	-1,8	-0,5	1,2	0,5	0,3	

1.4. Aggiornamenti normativi e fiscali

In ambito nazionale, si rappresenta che il Testo Unico della Finanza, D.Lgs. n. 58/98 ("TUF"), è stato da ultimo aggiornato con la L. n. 232 dell'11 dicembre 2016, in vigore dal 1° gennaio 2017.

Per quanto concerne i regolamenti attuativi del TUF si segnalano i seguenti interventi:

- il Regolamento recante norme di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con Delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, da ultimo modificato con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016 (il "Regolamento Intermediari");
- il Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e da ultimo modificato con delibere n. 19548 del 17 marzo 2016, n. 19614 del 26 maggio 2016 e n. 19770 del 26 ottobre 2016 (il "Regolamento Emittenti");
- il Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio"). Al riguardo si evidenzia che il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio è stato da ultimo modificato con Provvedimento del 23 dicembre 2016, con vigenza decorrente dal 5 gennaio 2017. Per effetto delle modifiche apportate al Titolo X del medesimo provvedimento sono state previste specifiche disposizioni transitorie che posticipano i termini finali per l'adeguamento alle nuove disposizioni.

Infine, il 3 giugno 2016 sono entrati in vigore la Delibera Consob n. 19062/2016 "Istituzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)" (la Delibera) e il Regolamento di attuazione dell'art. 2, commi 5 bis e ter del D.Lgs. 179/2007. Sulla base delle citate disposizioni: (a) è stato istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie e (b) sono stati stabiliti i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie presso l'Arbitro e individuati i criteri di composizione del relativo organismo.

L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), è un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie con investitori *retail*, operativo dal 9 gennaio 2017, al quale la SGR ha aderito.

Si rappresenta, altresì, che dal 3 luglio 2016 è in vigore il Regolamento (UE) n. 596 del 16 aprile 2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato (il "Regolamento" o più diffusamente "MAR"), che abroga la direttiva 6/2003/UE e le relative direttive di 2° livello (Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione). Le disposizioni del Regolamento sono direttamente applicabili e assicurano perciò una disciplina uniforme di implementazione a livello comunitario in materia di *market abuse*.

L'ambito di applicazione del Regolamento - così come della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato - include tutti gli strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato, su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o su un sistema organizzato di negoziazione (OTF), e tutte le condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti strumenti finanziari, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione. L'ambito di applicazione del Regolamento si estende anche agli strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un MTF.

In ambito europeo sono stati adottati numerosi provvedimenti normativi (regolamenti delegati e di esecuzione del MAR).

La ratio della normativa è consentire all'autorità competente nelle indagini di analizzare rapidamente la condotta di negoziazione delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, di stabilire collegamenti tra queste e le persone implicate in negoziazioni sospette e di rilevare gli eventuali contatti intercorsi tra di esse in momenti critici.

Di seguito si riportano le principali novità fiscali con efficacia 2016 e 2017 di carattere generale che coinvolgono la gestione operativa anche dei fondi immobiliari:

- La Legge n.208/2015 ha previsto, dal 1 gennaio 2016, la riduzione del prelievo IMU per gli immobili-merce posseduti dalle imprese che li hanno costruiti, per i quali l'aliquota ordinaria è pari allo 0,1% (fintanto che permanga tale destinazione e non siano locati); i Comuni possono modificare la suindicata aliquota in aumento, fino allo 0,25%, ovvero in diminuzione, fino al suo azzeramento. Inoltre è stata prevista la riduzione del 25% su IMU e TASI per le abitazioni locate a cd. *canone concordato*;
- Il Decreto Legge n. 193/2016, recante "*Disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili*", convertito con modificazioni dalla legge di n. 225/2016, ha introdotto, a partire dal 1 gennaio 2017, l'obbligo della comunicazione trimestrale delle operazioni rilevanti ai fini IVA (cd. *Comunicazione trimestrale dei dati delle fatture*) e l'obbligo di comunicazione, sempre trimestrale, delle liquidazioni periodiche IVA (nuovo articolo art. 21-bis, nel DL 31.5.2010 n. 78). Gli adempimenti sono a carico della SGR, quale unico soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, relativamente alle cessioni di beni e alle prestazioni di servizi attinenti le operazioni proprie e dei diversi Fondi;
- La Legge 11 dicembre 2016 n. 232 (Legge di Bilancio 2017) prevede, per l'anno corrente, il prolungamento dei termini di legge per la rivendita obbligatoria degli immobili acquistati alle aste giudiziarie dalle imprese, beneficiando delle imposte indirette in misura agevolata (€ 200 cadauna per imposta di registro, imposta ipotecaria e imposta catastale). In particolare, con la modifica dell'art. 16, DL n. 18/2016, è elevato ad un quinquennio (in luogo dell'attuale biennio) il termine per cui, in mancanza di rivendita, le imposte di registro e ipocatastali sono dovute nella misura ordinaria con la sanzione amministrativa del 30% oltre agli interessi di mora, salvo regolarizzazione spontanea prima dello scadere del termine. La disposizione ha effetto per i provvedimenti di aggiudicazione emessi fino al 30.6.2017;
- La Legge 11 dicembre 2016, n. 232 ha, inoltre, confermato per l'anno 2017 il blocco degli aumenti dei tributi locali e delle addizionali regionali e comunali, inclusa la TASI (tale tributo era stato già aumentato con decorrenza 2016).

2. ATTIVITA' DI GESTIONE DEL FONDO

2.1. Linee strategiche della gestione del fondo

Obiettivo del Fondo, di durata trentennale, è l'investimento a lungo termine prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e quote di fondi immobiliari chiusi italiani. Le operazioni di investimento avverranno sulla base di un piano di gestione predisposto ed aggiornato annualmente dalla SGR e portato a conoscenza dell'*Advisory Committee*.

In considerazione della prerogativa sociale dei soggetti destinatari, il Fondo perseguirà in via preferenziale, ma non esclusiva, investimenti che rispondano a caratteristiche ed obiettivi di sviluppo del territorio di riferimento, di risparmio energetico e di tutela ambientale. Il patrimonio del Fondo inoltre non potrà essere investito in beni immobili o diritti reali su beni immobili adibiti, anche in parte, alla produzione, commercializzazione o stoccaggio di prodotti lesivi della dignità e dei diritti dell'uomo o della collettività in generale.

La liquidità di volta in volta disponibile e non impiegata ai fini descritti nel Regolamento potrà essere investita in strumenti finanziari a breve termine, comunque liquidabili entro un termine non eccedente la data di distribuzione dei Proventi Distribuibili nel semestre immediatamente successivo, nonché che abbiano un rating a breve termine non inferiore a P-1 di Moody's o A-1 di Standard & Poor e/o che siano emessi da soggetti aventi un rating equivalente.

Il Fondo potrà investire in strumenti finanziari derivati esclusivamente per finalità di copertura dei rischi, anche derivanti dall'assunzione di prestiti o dall'indicizzazione dei contratti di locazione e relativi a tassi e valute, a condizione che l'investimento in strumenti finanziari derivati non alteri il profilo di rischio del Fondo e nei limiti previsti dalla normativa vigente, a condizione che essi siano negoziati con controparti di elevato standing.

2.2. Il patrimonio immobiliare del Fondo

Al 31 dicembre 2016 il Fondo è proprietario di un immobile, adibito prevalentemente a centralina telefonica, sito in Verona - Via Tazzoli ed acquistato nel 2013 per Euro 13.500.000. L'immobile è attualmente locato ad una società leader del settore telecomunicazioni.

Il Fondo Primo, oltre all'immobile descritto in precedenza, è detentore di:

- 90 quote del Fondo di investimento immobiliare chiuso "Eracle", sottoscritte durante il secondo semestre 2011, per un controvalore totale iniziale pari ad Euro 24.782.987,88;
- 7 milioni di quote sottoscritte nel secondo semestre 2013, per un controvalore totale iniziale pari ad Euro 7 milioni, del Fondo Optimum Evolution - USA Property I, Fondo immobiliare di diritto lussemburghese vigilato dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier - CSSF (equivalente della Consob in Lussemburgo).

Il Fondo Eracle, gestito da Generali Immobiliare Italia SGR, è stato istituito nel 2008 con durata di 25 anni ed avviato con l'apporto da parte di una società appartenente al Gruppo Banco Popolare di 456 immobili a destinazione d'uso prevalentemente "agenzie bancarie". Tutti gli immobili sono ancora oggi di proprietà del fondo.

Il Fondo immobiliare Optimum Evolution – USA Property I, gestito da Optimum Asset Management, ha una durata di 7 anni, a partire dal 1° trimestre 2013 (primo *closing* sottoscrizioni) ed ha raggiunto sottoscrizioni per un importo pari a circa Euro 146 milioni di *equity*. La sua strategia prevede l'acquisto e la valorizzazione di un portafoglio diversificato di immobili (prevalentemente interi edifici o partecipazioni in società immobiliari) ad uso residenziale, commerciale ed alberghiero, principalmente nelle aree metropolitane di New York, Miami e San Francisco. Al momento il Fondo ha terminato la fase dei nuovi investimenti ed è già nella fase di valorizzazione del suo portafoglio con, peraltro, alcune selezionate dismissioni già effettuate.

Va segnalato inoltre che Fondo Primo, al momento della sottoscrizione delle quote di Optimum, avrebbe dovuto corrispondere una commissione pari all'1% dell'importo sottoscritto - Euro 70.000 - così come previsto dal Private Placement Memorandum del Fondo. Tale commissione, per un accordo tra la SGR e il gestore del Fondo Optimum, non è stata versata dal Fondo Primo.

Si evidenzia infine che il Fondo Primo, per evitare l'onere del rischio di cambio, ha sottoscritto quote "hedged" del Fondo Optimum.

2.3. Andamento della gestione del patrimonio immobiliare

Nel corso del 2016 è proseguita, da parte delle strutture competenti della SGR, l'attività di ricerca e valutazione di diverse opportunità di investimento immobiliare volte ad impiegare le risorse finanziarie a disposizione di Primo. Tali valutazioni hanno riguardato immobili rispondenti alle politiche di investimento previste dal Regolamento del Fondo. In particolare sono stati valutati beni prevalentemente ad uso ufficio e commerciale ubicati nelle principali città italiane, interamente a reddito ovvero - laddove liberi - con ampie potenzialità di valorizzazione.

Nello specifico, nel corso del 2016 il Fondo ha approfondito un'opportunità di investimento avente ad oggetto un immobile ad uso commerciale situato in via Cappello 30 – Verona; nel mese di Maggio il

Fondo ha incaricato primarie società di *property management* delle attività di *due diligence* tecnica ed ambientale sull'immobile, all'esito delle quali sono emerse alcune difformità, delle quali si è tenuto conto nella formulazione della proposta di acquisto.

Dopo aver sottoposto l'iniziativa al Comitato Consultivo del Fondo, nel mese di Luglio la SGR ha quindi inviato alla proprietà dell'immobile una manifestazione di interesse non vincolante ad un prezzo di Euro 17 Milioni, la cui efficacia era subordinata alla regolarizzazione, da parte del venditore, delle criticità riscontrate in fase di *due diligence*.

Non avendo ricevuto risposta formale da parte della proprietà circa l'offerta inviata, la SGR ha ritenuto di non procedere oltre nella negoziazione dell'investimento.

Come già accennato, il Fondo è proprietario di un immobile sito in Verona - Via Tazzoli, in pieno centro storico della città, all'angolo tra Via Tazzoli e Vicolo Orti Manara, nelle immediate vicinanze dell'Arena e Piazza Bra. Il quartiere in cui si inserisce il bene è parte del tessuto storico della città e si sviluppa tra l'Arena, Stradone San Fermo e Via Leoncino.

L'immobile è prevalentemente utilizzato come centralina telefonica da una società leader del settore telecomunicazioni. Il contratto di locazione ha una durata di 21 (ventuno) anni con decorrenza dal 1° dicembre 2000 e prima scadenza al 30 novembre 2021 e genera un canone di locazione annuo pari a circa Euro 830.000.

Nel corso del 2016 il conduttore ha avviato con il Fondo delle interlocuzioni, tutt'ora in corso, con l'intento di proporre una rinegoziazione del canone e della durata del contratto di locazione.

Al 31 dicembre 2016 il valore di perizia dell'Esperto Indipendente dell'unico immobile in portafoglio è pari ad Euro 14.000.000, rispetto ad un valore di acquisto iniziale dell'immobile pari ad Euro 13.500.000.

2.4. Andamento della gestione del fondo

2.4.1. Attività di sottoscrizione, rimborsi parziali di quote e distribuzione dei proventi

L'istituzione del Fondo di investimento immobiliare chiuso denominato Fondo Primo è avvenuta – ai sensi dell'articolo 12 bis del D.M. 24 maggio 1999, n. 228 - in data 24 settembre 2010. Il Fondo ha una durata pari a 30 anni, decorrenti dalla data di chiusura delle sottoscrizioni relative alla prima emissione di quote.

In data 14 luglio 2011 sono state sottoscritte 500 quote (di cui 245 richiamate in data 29 luglio e 4 richiamate in data 12 settembre) dal Fondo Pensione sopra citato. Nel 2013 sono state emesse altre 193 quote mentre nel 2014 sono state emesse ulteriori 58 quote: pertanto l'investitore ad oggi è titolare di 500 quote (pari al totale sottoscritto nel 2011), per un importo nominale pari a 50.000.000 Euro per un importo nominale pari a Euro a completamento della sottoscrizione iniziale.

N. investitori	Classi di quote	Sottoscrizioni (1)	Versamenti (2)	Richiami ancora da effettuare (1-2)	Rimborsi (3)	Valore nominale residuo totale (2-3)	N. quote emesse (4)	Val. nominale residuo pro-quota (2-3)/(4)
1	UNICA	50.000.000	50.000.000	0	0	50.000.000	500,00	100.000

Alla data del 31 dicembre 2016 non sono stati effettuati né rimborsi parziali di quote né distribuzione di proventi.

2.4.2. Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni

Alla data del 31 dicembre 2016 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 14.090.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente, con un decremento rispetto al 31 dicembre 2015 di Euro 390.000.

	Movimentazioni del patrimonio immobiliare		
	31-dic-15	Variazioni 2016	31-dic-16
Acquisto iniziale	13.500.000		13.500.000
<u>Variazioni:</u>			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Vendite	0	0	0
Acquisti	0	0	0
Apporti	0	0	0
Costo storico al	13.798.080	0	13.798.080
Plus/minus non realizzate aggregate (*)	591.920	(390.000)	201.920
Valore di mercato al	14.390.000	(390.000)	14.000.000
Sval/Riv. %	4,3%		1,5%

(*) Somma delle plus e delle minus a livello totale di portafoglio, comprensivo dello scarico delle plus/minus relative agli immobili venduti nell'anno

Come già anticipato, il Fondo Primo ha investito la propria liquidità disponibile nelle quote del Fondo Eracle (24,8 milioni di Euro) e del Fondo Optimum (7 milioni di Euro). Per quanto riguarda proventi ed oneri derivanti da questi strumenti finanziari, alla data di redazione della presente Relazione non è stato ufficializzato il NAV del fondo Optimum al 31 dicembre 2016 per cui viene riportato il valore dell'ultimo NAV disponibile, ossia il NAV al 31 dicembre 2015.

Al 31 dicembre 2016 la SGR ha conferito ad Avalon Real Estate S.p.A. l'incarico di Esperto Indipendente per la valutazione degli immobili del Fondo. Qui di seguito una tabella riassume, ai fini della trasparenza, gli incarichi ricoperti dai diversi Esperti Indipendenti dei Fondi gestiti dalla Investire Immobiliare SGR.

FONDO	Esperto Indipendente
PRIMO	AVALON
CA' GRANDA	CBRE
PEGASUS	CBRE
APPLE	COLLIERS
CRONO	COLLIERS
FERSH - Fondo Emilia Romagna Social Housing	CRIF
FPSH - Fondo Parma Social House	CRIF
FASP - Fondo Abitare Sostenibile Piemonte	IPI
HS-IC	IPI
IMMOBILIUM	IPI
OBELISCO	IPI
FIEPP	K2REAL
SPAZIO SANITA'	K2REAL
FIP	AXIA.RE
HB	AXIA.RE
MELOGRANO	AXIA.RE
ROCKET	AXIA.RE
SECURIS REAL ESTATE	AXIA.RE
SECURIS REAL ESTATE II	AXIA.RE
FIL - Comparto Uno	PRAXI
FPEP - Fondo Enti Previdenziali	PRAXI
HS CASCINA MERLATA	PRAXI
HELIOS	PROTOS
Fondo Housing Cooperativo Roma	REAG
INPGI Comparto Unico	REAG
SECURFONDO	REAG
SECURIS REAL ESTATE III	REAG
SISTEMA BCC	REAG
VESTA	REAG
FHT - Fondo Housing Toscano	REVALUTA
FIL - Comparto Due	Scenari Immobiliari
VENETO CASA	Scenari Immobiliari
DIAMOND	REAG
fondo IBI	K2REAL
FFSH - Fondo Ferrara Social Housing	Scenari Immobiliari
Fondo Secondo RE	COLLIERS

2.4.3. Andamento del valore della Quota

Il valore complessivo del Fondo al 31 dicembre 2016 ammonta a Euro 62.236.634, registrando un aumento nel corso del 2016, per effetto esclusivamente del risultato di periodo, come di seguito evidenziato:

Variazioni NAV nel 2016			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dic 2015	59.886.519		
<u>Variazioni di periodo:</u>			
Plus/minus non realizzate su imm. e OICR		480.186	0,8%
Risultato effettivo		1.869.659	3,1%
Nuovi versamenti		0	0,0%
Rimborsi		0	0,0%
Distribuzione proventi		0	0,0%
NAV 31 dic 2016	62.236.364	2.349.845	3,9%

Dalla nascita del fondo alla data del 31 dicembre 2016, il NAV del fondo è variato in funzione dei seguenti fattori:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	24.500.000	
<u>Variazioni:</u>		
Plus/minus non realizzate su imm. e OICR		(267.970)
Risultato effettivo		12.504.334
Versamenti successivi		25.500.000
Rimborsi		0
Distribuzione proventi		0
NAV 31 dic 2016	62.236.364	37.736.364

Il fondo nel tempo ha realizzato un utile effettivo di circa 12,5 milioni di euro, corrispondente al provento distribuibile del fondo. Nel tempo, il provento in oggetto non è mai stato distribuito, su richiesta specifica e formale dell'investitore, in deroga al regolamento, al fine di trattenere la cassa nel fondo per futuri investimenti.

Il valore unitario della quota al 31 dicembre 2016 sarà reso noto ai partecipanti secondo quanto previsto dal Regolamento. Copia della Relazione di Gestione sarà disponibile presso la sede della Investire SGR S.p.A., nonché del Depositario.

2.4.4. Risultato di periodo

Il Fondo al 31 dicembre 2016 registra un **utile contabile pari a circa 2,3 milioni di euro**, che, nettato delle plusvalenze e minusvalenze non realizzate derivanti dalla valutazione a valori correnti del patrimonio immobiliare e delle partecipazioni negli OICR, determina un **utile effettivo pari a circa 1,8 milioni di euro**.

Il risultato positivo è determinato sostanzialmente dalla presenza dei dividendi e proventi sugli OICR e da un risultato della gestione immobiliare particolarmente positivo. Più in particolare, si rilevano:

- proventi dai fondi Eracle ed Optimum per circa 1,1 milioni di euro;
- ricavi da locazione per circa 830 mila euro, diminuiti dei costi per la gestione degli immobili e delle imposte sugli stessi per soli 57 mila euro circa;
- i costi di gestione del fondo, pesano sul risultato per circa il 188 mila euro.
- presenti, poi, anche interessi attivi per circa 97 mila euro, rivenienti dai time deposit detenuti nell'anno.

2.4.5. Finanziamenti, derivati e liquidità del fondo

Il Fondo non ha in essere finanziamenti bancari, né operazioni in strumenti derivati.

Al 31 dicembre 2016, la liquidità disponibile, di euro 15,9 milioni, risultava depositata sui c/c in essere presso il Depositario per euro 2,2 milioni, mentre euro 13,7 milioni risultano investiti in conto deposito, presso altro istituto bancario, al fine di una più efficiente gestione delle eccedenze temporanee di liquidità.

Si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, determinata secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 75% secondo il "metodo lordo" e pari a 100% secondo il metodo degli impegni.

La leva finanziaria risulta inferiore al limite massimo consentito dal regolamento del Fondo.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2016 risultano il superamento del limite regolamentare degli investimenti in depositi bancari.

2.4.6. Governance del Fondo

In data 3 novembre 2016, il Consiglio di Amministrazione della SGR e l'Assemblea dei Partecipanti del Fondo hanno approvato alcune modifiche al Regolamento di gestione, aventi come obiettivo il chiarimento delle disposizioni circa i limiti di investimento rispetto a quanto previsto ai sensi del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di cui al Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Nel dettaglio le modifiche apportate hanno riguardato:

- art. 10 comma 3: viene precisato che, in coerenza con la vigente normativa, il limite dell'investimento residuale della liquidità non può superare 1/3 del Valore Complessivo delle Attività del Fondo;
- art. 18 comma 2: eliminazione di alcune incoerenze legate all'emissione della quota al valore nominale del comma 2 ad oggi poco rappresentativo e rimando alla previsione dell'art.13, che prevede il ricorso al valore unitario della Quota del Fondo, calcolato sul Valore Netto delle Attività del Fondo;
- art. 18 comma 4: eliminazione di una comunicazione a Banca d'Italia non più richiesta dalla normativa in vigore;
- art. 18 comma 5: definizione più semplice di approvazione e determinazione dei nuovi periodi di sottoscrizione, lasciando inalterate le competenze di approvazione e riferimento alla procedura di commercializzazione presso Consob prevista dall'articolo 43 del TUF.

L'Assemblea dei Soci della SGR si è riunita il 26 aprile 2016 per l'approvazione del bilancio di esercizio ed in tale data ha contestualmente nominato amministratore l'Avv. Stefano Vittori, che era stato cooptato nella seduta consiliare del 29 gennaio 2016.

L'attuale Consiglio di Amministrazione di InvestIRE SGR S.p.A. è, pertanto, oggi così composto:

- Carlo Cerami – Presidente;
- Stefano Vittori – Vice Presidente;
- Dario Valentino – Amministratore Delegato;
- Giulio Bastia – Consigliere;
- Ermanno Boffa – Consigliere;
- Leonardo Buonvino – Consigliere;
- Domenico Bilotta – Consigliere;
- Fabio Carozzo – Consigliere;
- Arturo Nattino – Consigliere;
- Anna Pasquali – Consigliere;
- Maurizio Pinnarò – Consigliere;
- Giuseppe Mazzarella – Consigliere Indipendente;
- Marco Tofanelli – Consigliere Indipendente.

Il Consiglio di Amministrazione andrà a scadere con l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017.

3. EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

Nel corso del 2016 continuerà l'attività di ricerca di nuove opportunità di investimento da parte della SGR. In ogni caso, nella selezione delle opportunità di investimento, si terrà conto delle linee guida che saranno individuate dall'Advisory Committee del Fondo e dal Consiglio di Amministrazione della SGR, oltre ovviamente ad un'attenzione massima ai limiti previsti dal Regolamento.

4. RAPPORTI CON ALTRE SOCIETA' DEL GRUPPO DELLA SGR

Non sussistono rapporti tra il Fondo e altre società del gruppo Banca Finnat Euramerica S.p.A..

5. FATTI DI RILIEVO AVVENUTI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2016

Non si rilevano fatti o eventi significativi successivamente al 31 dicembre 2016.

6. DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Relazione di Gestione al 31 dicembre 2016 del Fondo chiude con un valore complessivo netto del Fondo (NAV) pari a euro 62.236.364 che, se si confronta con quello al 31 dicembre 2015, registra un incremento pari ad euro 2.349.845 (+3,9%).

La variazione positiva del valore del Fondo è imputabile all'effetto combinato dei seguenti fattori:

- all'utile effettivo del periodo per Euro 1.869.659 (+3,1%);
- alla minusvalenza del patrimonio immobiliare per Euro -390.000, derivante dalla valutazione del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2016 a valori correnti di mercato (-0,7%);
- dalla plusvalenza sulle partecipazioni in OICR (Optimum e Eracle) per euro +870.186 (+1,5%).

Al 31 dicembre 2016 il valore unitario delle quote risulta pari a Euro 124.472,727 per 500 quote in circolazione a fronte di un valore nominale effettivo delle stesse di Euro 100.000 per quota. Il NAV, pertanto, presenta un apprezzamento rispetto al valore nominale residuo dell'investimento del 24,5%.

Il fondo nell'esercizio ha realizzato un provento distribuibile di circa 1,8 milioni di euro che, sommato a quello maturato e non distribuito negli esercizi precedenti, determina un risultato distribuibile complessivo per circa euro 12,5 milioni, ad oggi non distribuiti, su richiesta specifica e formale dell'investitore, in deroga al regolamento, al fine di trattenere la cassa nel fondo per futuri investimenti.

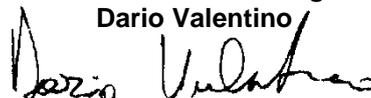
In relazione a quanto esposto ed in coerenza con le normative vigenti e con il Regolamento del Fondo, il Consiglio di Amministrazione delibera di:

- approvare la Relazione di Gestione del Fondo al 31 dicembre 2016;
- non procedere alla distribuzione dei proventi su specifica richiesta dell'investitore (unico) del fondo in deroga al regolamento.

Roma, 28 febbraio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato

Dario Valentino



SITUAZIONE PATRIMONIALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2016 Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)				
ATTIVITA'	Situazione al 31/12/2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	valore complessivo	in percentuale dell'attivo	valore complessivo	in percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati	32.477.018	51,96%	31.606.832	52,42%
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	32.477.018	51,96%	31.606.832	52,42%
Strumenti finanziari quotati				
A6. Titoli di capitale				
A7. Titoli di debito				
A8. Parti di OICR				
Strumenti finanziari derivati				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI	14.000.000	22,40%	14.390.000	23,86%
B1. Immobili dati in locazione	14.000.000	22,40%	14.390.000	23,86%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
C. CREDITI				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
D. DEPOSITI BANCARI	13.758.947	22,01%		
D1. A vista	13.758.947	22,01%		
D2. Altri				
E. ALTRI BENI				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	2.226.719	3,56%	13.500.372	22,39%
F1. Liquidità disponibile	2.226.719	3,56%	13.500.372	22,39%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	45.036	0,07%	802.297	1,33%
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi	32.214	0,05%	7.602	0,01%
G3. Risparmio d'imposta				
G4. Altre	12.822	0,02%	794.695	1,32%
TOTALE ATTIVITA'	62.507.720	100%	60.299.501	100%

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2016 Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato SITUAZIONE PATRIMONIALE (Valori in Euro)		
PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 31/12/2016	Situazione a fine esercizio precedente
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ipotecari		
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate		
H3. Altri		
I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI		
L1. Proventi da distribuire		
L2. Altri debiti verso i partecipanti		
M. ALTRE PASSIVITA'	271.356	412.982
M1. Provigioni ed oneri maturati e non liquidati	84.468	214.150
M2. Debiti di imposta	43.219	45.685
M3. Ratei e risconti passivi	140.039	140.720
M4. Altre	3.630	12.427
M5. Debiti per depositi cauzionali su locazioni	-	-
TOTALE PASSIVITA'	271.356	412.982
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	62.236.364	59.886.519
Numero delle quote in circolazione	500	500
Valore unitario delle quote	124.472,727	119.773,037
Rimborsi distribuiti per quota		
Proventi distribuiti per quota		

Roma, 28 febbraio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione
 L'Amministratore Delegato
 Dario Valentino



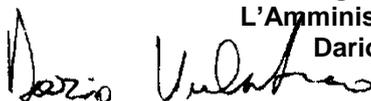
SEZIONE REDDITUALE

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2016				
Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Relazione al 31/12/2016		Relazione esercizio precedente	
A. STRUMENTI FINANZIARI				
Strumenti finanziari non quotati				
A1. PARTECIPAZIONI				
A1.1	dividendi e altri proventi			
A1.2	utili / perdite da realizzi			
A1.3	plusvalenze / minusvalenze			
A2.	ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.985.296		2.965.806
A2.1	interessi, dividendi e altri proventi	1.115.110		1.688.842
A2.2	utili / perdite da realizzi			
A2.3	plusvalenze / minusvalenze	870.186		1.276.964
Strumenti finanziari quotati				
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI				
A3.1	interessi, dividendi e altri proventi			
A3.2	utili / perdite da realizzi			
A3.3	plusvalenze / minusvalenze			
Strumenti finanziari derivati				
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
A4.1	di copertura			
A4.2	non di copertura			
	Risultato gestione strumenti finanziari		1.985.296	2.965.806
B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI				
B1.	CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI	835.634		916.198
B1.1.	Canoni locazione non finanziaria	831.480		829.854
B1.2.	Indennizzo Retrocessione Canoni Locazione			
B1.3.	Altri proventi	4.154		4.149
B2.	UTILI/PERDITE DA REALIZZI			
B3.	PLUS/MINUSVALENZE	-390.000		130.000
B4.	ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILI	-20.313		-10.373
B5.	AMMORTAMENTI			
B6.	IMPOSTA COMUNALE SUGLI IMMOBILI ED ALTRE	-37.432		-37.432
	Risultato gestione beni immobili		387.889	916.198
C. CREDITI				
C1.	Interessi attivi e proventi assimilati			
C2.	Incrementi / decrementi di valore			
	Risultato gestione crediti			
D. DEPOSITI BANCARI				
D1.	Interessi attivi e proventi assimilati	97.113		80.721
		97.113		80.721
E. ALTRI BENI				
E1.	Proventi			
E2.	Utile/Perdita da realizzi			
E3.	Plusvalenze/minusvalenze			
	Risultato gestione investimenti		2.470.298	3.962.725

RELAZIONE DI GESTIONE DEL FONDO PRIMO AL 31/12/2016				
Fondo comune di investimento di tipo Chiuso Riservato				
SEZIONE REDDITUALE				
(Valori in Euro)				
	Relazione al 31/12/2016		Relazione esercizio precedente	
F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1. OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1 Risultati realizzati				
F1.2 Risultati non realizzati				
F2. OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1 Risultati realizzati				
F2.2 Risultati non realizzati				
F3. LIQUIDITA'				
F3.1 Risultati realizzati				
F3.2 Risultati non realizzati				
G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2. PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
Risultato lordo della gestione caratteristica		2.470.298		3.962.725
H. ONERI FINANZIARI				
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1 su finanziamenti ipotecari				
H1.2 su altri finanziamenti				
H2. ALTRI ONERI FINANZIARI				
Risultato netto della gestione caratteristica		2.470.298		3.962.725
I. ONERI DI GESTIONE	-188.046		-300.756	
I1. Provigione di gestione SGR	-148.584		-140.795	
I2. Commissioni depositario	-15.779		-15.667	
I3. Oneri per esperti indipendenti	-3.000		-1.787	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I5. Altri oneri di gestione	-20.683		-142.507	
L. ALTRI RICAVI E ONERI	67.593		58.731	
L1. Interessi attivi su disponibilità liquide			32.243	
L2. Altri ricavi	67.886		28.043	
L3. Altri oneri	-293		-1.555	
Risultato della gestione prima delle imposte		2.349.845		3.720.700
M. IMPOSTE				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.1 Risparmio di imposta				
M3.1 Altre imposte				
Utile / perdita dell'esercizio		2.349.845		3.720.700

Roma, 28 febbraio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Dario Valentino



NOTA INTEGRATIVA

PARTE A – Andamento del valore della quota

Valore della quota dalla data di istituzione del Fondo

L'istituzione del Fondo di investimento immobiliare chiuso denominato "Fondo Primo" è avvenuta - ai sensi dell'articolo 12 bis del D.M. 24 maggio 1999, n. 228 - in data 24 settembre 2010 con delibera del Consiglio di Amministrazione di Investire Immobiliare SGR S.p.A.

Come già esposto nella Relazione degli Amministratori, l'investitore unico - Fondo Pensione per il personale del Gruppo Banco Popolare - ha sottoscritto 500 quote nel mese di luglio 2011.

Successivamente sono state richiamate diverse tranches di quote sia per far fronte all'acquisto di 90 quote del Fondo immobiliare chiuso "Eracle", che per effettuare il primo acquisto immobiliare a Verona, descritto in precedenza, e infine per integrare la liquidità disponibile con la somma necessaria per l'acquisto delle quote del Fondo Optimum.

Il prospetto seguente, con il relativo grafico, illustra l'andamento del valore della quota di classe dalla data di avvio del Fondo.

	Valore del Fondo	N. quote	Valore unitario
Data di avvio (29.07.2011)	24.500.000	245	100.000,000
Rendiconto annuale al 31.12.2011	26.100.534	249	104.821,422
Rendiconto annuale al 31.12.2012	26.299.306	249	105.619,703
Rendiconto annuale al 31.12.2013	47.380.269	442	107.195,179
Rendiconto annuale al 31.12.2014	56.165.819	500	112.331,638
Relazione di gestione al 31.12.2015	59.886.519	500	119.773,037
Relazione di gestione al 31.12.2016	62.236.364	500	124.472,727

Al 31 dicembre 2016 il valore complessivo nominale delle quote in circolazione, al netto dei rimborsi effettuati fino a tale data, ammonta a Euro 500.000 (Euro 100.000 per quota). Il valore netto del fondo ha subito un incremento nell'arco dell'esercizio pari a Euro 2.349.845 determinato esclusivamente dal risultato dell'esercizio; il valore unitario della quota passa da Euro 119.773,037 al 31 dicembre 2015 ad Euro 124.472,727 al 31 dicembre 2016.

:

Variazioni NAV nel 2016			
	€	Var ass	Var %
NAV 31 dic 2015	59.886.519		
Variazioni di periodo:			
<i>Plus/minus non realizzate su imm. e OICR</i>		480.186	0,8%
<i>Risultato effettivo</i>		1.869.659	3,1%
<i>Nuovi versamenti</i>		0	0,0%
<i>Rimborsi</i>		0	0,0%
<i>Distribuzione proventi</i>		0	0,0%
NAV 31 dic 2016	62.236.364	2.349.845	3,9%

Dalla nascita del fondo alla data del 31 dicembre 2016, il NAV del fondo è variato in funzione dei seguenti fattori:

Variazione NAV dalla nascita del Fondo		
	€	Var ass
Equity Iniziale investito	24.500.000	
Variazioni:		
<i>Plus/minus non realizzate su imm. e OICR</i>		(267.970)
<i>Risultato effettivo</i>		12.504.334
<i>Versamenti successivi</i>		25.500.000
<i>Rimborsi</i>		0
<i>Distribuzione proventi</i>		0
NAV 31 dic 2016	62.236.364	37.736.364

Il fondo nel tempo ha realizzato un utile effettivo di circa 12,5 milioni di euro, corrispondente al provento distribuibile del fondo. Nel tempo, il provento in oggetto non è mai stato distribuito, su richiesta specifica e formale dell'investitore, in deroga al regolamento, al fine di trattenere la cassa nel fondo per futuri investimenti.

Relativamente alle informazioni di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti e alle tecniche usate per individuare, misurare, monitorare e controllare tali rischi, si rinvia alla PARTE D - Altre informazioni.

PARTE B – Le Attività, le Passività ed il Valore Complessivo Netto

Sezione I - Criteri di valutazione

Nella redazione del Relazione di gestione sono stati applicati i principi contabili di generale accettazione per fondi comuni di investimento chiusi ed i criteri di valutazione previsti dal vigente Regolamento emanato dalla Banca d'Italia. Tali principi contabili, da ritenersi applicabili al Fondo limitatamente alle operazioni consentite dal Regolamento ed effettivamente realizzate alla data del presente documento, sono riepilogati nei paragrafi che seguono.

Strumenti finanziari non quotati

Le “partecipazioni di controllo detenute in società immobiliari non quotate” sono valutate alla frazione di patrimonio netto di pertinenza del fondo, relativo all'ultimo bilancio approvato, determinato applicando ai beni immobili ed ai diritti reali immobiliari i criteri di valutazione previsti per i beni immobili contenuti nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 del Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e tenendo conto di eventi di rilievo noti intervenuti tra la data di riferimento del bilancio e la data del presente documento.

Le “partecipazioni detenute in società non immobiliari non quotate” sono valutate al costo secondo quanto previsto dal citato Provvedimento della Banca d'Italia.

Le “quote di OICR non ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati” sono valutate sulla base dell'ultimo valore reso noto al pubblico, eventualmente rettificato o rivalutato per tenere conto di eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico, secondo quanto disposto nel Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.3 del Provvedimento citato.

Immobili

Il valore degli immobili è rappresentato dalle risultanze della Relazione di stima redatta dagli Esperti Indipendenti, ai sensi dell'art. 14-bis, quarto comma, della Legge 25 gennaio 1994, n. 86 e dell'art. 17, Titolo IV, del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, nonché da quanto previsto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V Capitolo IV Sezione II Paragrafo 2.5 (Beni immobili) e 4 (Esperti Indipendenti). Tuttavia, così come previsto dal Titolo V, capitolo IV, Sezione II, paragrafo 4 del Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, è facoltà della Società di Gestione discostarsi dalle stime effettuate dagli Esperti Indipendenti, comunicando agli stessi le ragioni.

L'Esperto Indipendente, in conformità all'incarico conferitogli, ha effettuato la valutazione dei complessi immobiliari di proprietà del Fondo al fine di determinare il valore dell'intero portafoglio al 30 giugno 2015. Per la determinazione del “valore di mercato” degli immobili sono stati adottati i seguenti criteri di valutazione:

- **metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF)**, in base al quale il valore dell'immobile, nel suo insieme, deriva dalla attualizzazione del *cash flow* per un periodo specifico che ci si attende verrà generato dai redditi derivanti dai contratti di locazione e/o dai proventi delle vendite, al netto dei costi di

pertinenza della proprietà; il procedimento utilizza un appropriato tasso di attualizzazione, che considera analiticamente i rischi caratteristici dell'immobile in esame;

- **metodo della capitalizzazione**, dove il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti degli affitti relative ad immobili assimilabili. Il reddito locativo di mercato così determinato viene tradotto in valore tramite un appropriato tasso di capitalizzazione, determinato in riferimento ai rendimenti caratteristici dello specifico segmento di mercato ed al profilo di rischio specifico dell'immobile oggetto di stima;

- **metodo comparativo**, in base al quale il valore dell'immobile, articolato a livello di singola unità/destinazione d'uso, deriva dal confronto con le quotazioni correnti di mercato relative ad immobili assimilabili (*comparables*), attraverso un processo di "aggiustamento" che apprezza le peculiarità dell'immobile oggetto di stima rispetto alle corrispondenti caratteristiche dei *comparables*.

I metodi di valutazione di cui sopra sono stati eseguiti singolarmente e combinati l'uno con l'altro secondo quanto reputato necessario rispetto all'immobile osservato.

La valutazione ha considerato gli immobili nello stato di disponibilità in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima, considerando la situazione locativa in essere al momento della stima, dal punto di vista della congruità dei canoni rispetto agli affitti di mercato, del periodo di residua validità dei contratti, delle clausole rilevanti (facoltà di recesso, responsabilità delle manutenzioni, ecc.), del grado di affidabilità degli inquilini e del rischio di sfritto.

La valutazione è stata effettuata tenendo conto delle condizioni del mercato immobiliare locale, considerando i dati economici in esso rilevati e adattandoli alle specifiche caratteristiche dell'immobile, attraverso opportune elaborazioni statistiche. L'Esperto ha inoltre proceduto ad ispezionare all'interno e all'esterno gli immobili del Fondo, per verificare le condizioni immobiliari intrinseche ed estrinseche.

Formazione e verifica delle relazioni di gestioni – Presidi organizzativi adottati

In conformità ai principi della comunicazione congiunta Banca d'Italia - Consob del 29 luglio 2010 "Linee applicative di carattere generale in materia di processo di valutazione dei beni immobili dei fondi comuni di investimento" e successive modifiche (di seguito le "Linee Applicative"), e a quelli contenuti nelle Linee Guida Assogestioni (Il rapporto tra le SGR e gli esperti indipendenti nell'attività di valutazione dei beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari) InvestIRE ha adottato presidi organizzativi e procedurali atti a garantire un equo processo di valutazione dei beni dei fondi dalla stessa gestiti delineati nella policy e nella procedura aziendale, da ultimo modificate in data 6 luglio 2015. In particolare, la procedura al fine di fornire al Consiglio di Amministrazione gli elementi utili per sottoporre ad analisi critica le relazioni di stima, illustra e disciplina tra l'altro:

- le attività di predisposizione, verifica, autorizzazione e trasmissione dei dati rilevanti per lo svolgimento da parte dell'Esperto Indipendente delle attività ad esso rimesse;
- le modalità di verifica dell'adeguatezza del processo valutativo inerente alle valutazioni periodiche e i giudizi di congruità redatti dagli esperti indipendenti.

La SGR ha individuato quindi le funzioni aziendali che, ognuna per le rispettive competenze, sono chiamate a svolgere le seguenti attività nell'ambito del processo di valutazione:

- la funzione *Valuations* è la funzione preposta alla trasmissione dei dati all'Esperto Indipendente ed alla verifica che i dati e le informazioni inviate all'Esperto Indipendente siano stati correttamente inseriti, interpretati ed elaborati. Verifica, altresì, la completezza e l'adeguatezza del processo valutativo dei beni;
- l'*Asset Manager* di riferimento e la funzione Design & Construction Management sono responsabili del controllo sui dati di input costi/ricavi prodotti dal *property/project*/SGR inseriti nella relazione da parte dell'Esperto Indipendente. In particolare, questi effettuano un controllo attraverso il raffronto dei dati riportati nella relazione e la lista della documentazione/dei dati/di ogni altra informazione archiviata alla fine della fase di invio delle informazioni all'Esperto Indipendente;
- il Fund Manager è responsabile dell'analisi e valutazione dei valori di mercato utilizzati dall'Esperto Indipendente con particolare attenzione ai *comparables* e alle fonti per la determinazione dei canoni e dei valori di mercato, anche attraverso l'effettuazione di un'opportuna analisi di mercato;
- il Risk Manager provvede a: 1) effettuare le verifiche sulla relazione degli Esperti Indipendenti volte ad analizzare, tra le altre cose, la coerenza dei criteri di valutazione dal medesimo utilizzati con quelli previsti nella normativa vigente, la correttezza nell'elaborazione dei dati e la coerenza delle assunzioni di stima e a 2) redigere apposita nota di verifica;
- la funzione *Administration* verifica i dati riguardanti la consistenza del portafoglio per i soli fondi in cui vi siano immobili in corso di vendita frazionata (prevalentemente residenziali), al fine di verifi-

care la congruità della consistenza in termini di unità immobiliari valutate/in portafoglio alla data di riferimento.

Sulla scorta di quanto sopra:

- A. la funzione *Valuations* all'esito dei controlli svolti dal Fund Manager e dalla struttura di *Risk Management*, redige il Documento di controllo in cui riepiloga le attività svolte al fine di pervenire alla valutazione del patrimonio immobiliare sulla base delle indicazioni fornite da tutte le funzioni coinvolte nel processo. In particolare in tale *memorandum* vengono indicati i *Key Performance Indicator* (KPI) che consentono l'agevole valutazione della qualità del servizio erogato dall'Esperto Indipendente, l'adeguatezza dell'intero processo valutativo, un'analisi delle principali variazioni rispetto alle semestrali precedenti, nonché le motivazioni per un eventuale scostamento dalle valutazioni formulate dall'Esperto Indipendente;
- B. il *Property Investment Committee* della SGR esprime, sulla base del Documento di controllo e della nota di verifica della struttura di *Risk Management*, il parere obbligatorio e non vincolante circa il corretto espletamento da parte delle funzioni aziendali dei controlli sull'adeguatezza delle valutazioni effettuate dagli esperti nonché sulle eventuali proposte di scostamento dalla valutazione dell'Esperto Indipendente;
- C. la relazione di stima elaborata dall'Esperto Indipendente del fondo unitamente al Documento di controllo ed alla nota di verifica della struttura di *Risk Management*, vengono presentati al *Chief Executive Officer* e quindi al *Board of Directors* in modo tale da permettere un'adeguata conoscenza dei beni in portafoglio nonché di valutare gli eventuali elementi che potrebbero motivare uno scostamento dalle relazioni di stima effettuate dall'Esperto medesimo.

Incarichi assegnati agli esperti indipendenti dei fondi gestiti

Relativamente agli incarichi in oggetto, si rinvia a quanto già esposto al paragrafo 2.4.2 della Relazione degli Amministratori "Andamento del valore di mercato del portafoglio e delle partecipazioni".

Liquidità

Le disponibilità liquide del Fondo sono valutate in base al valore nominale.

Crediti

I crediti sono valutati secondo il presumibile valore di realizzo.

Altre attività

I ratei e risconti attivi, riferiti a costi e ricavi attribuibili ad un arco temporale interessante più esercizi, sono stati contabilizzati in base al criterio della competenza temporale.

Le altre attività sono state valutate in base al presumibile valore di realizzo.

Finanziamenti e altre passività

I debiti e le altre passività sono stati valutati in base al loro valore nominale.

Costi e ricavi

I costi ed i ricavi, relativi sia alla gestione immobiliare che agli investimenti in strumenti finanziari, sono imputati in base alla loro competenza temporale. In particolare, i canoni di locazione, i proventi finanziari come pure i costi, sono rettificati attraverso la contabilizzazione dei ratei e risconti al fine di ottenere la loro esatta competenza temporale dell'esercizio.

Imposte e tasse

Il Decreto Legge n. 70/2011 ha introdotto un regime di tassazione dei partecipanti differenziato in funzione della tipologia dell'investitore, distinta in "investitore istituzionale" (ad esempio lo Stato, gli Enti Pubblici, le forme di previdenza complementare, gli enti di previdenza, gli intermediari bancari e finanziari ed altre tipologie – cfr. art. 32 comma 3 del DL 78/2010) ed "investitore non istituzionale". Per i fondi non integralmente posseduti da investitori istituzionali rimane fermo il regime fiscale tipico del fondo in materia di imposizione diretta, di IVA e di imposte indirette.

Tuttavia è stabilito un particolare regime fiscale per i partecipanti non istituzionali residenti in Italia, che detengono quote di partecipazione al fondo per una percentuale di patrimonio superiore al 5%. Il comma 3-bis prevede che i redditi conseguiti dal fondo immobiliare, ancorché non percepiti, siano imputati per trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro quote di partecipazione. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante. Tale regime si applica ai

proventi rilevati nelle relazioni di gestione, a partire da quello relativo al 31 dicembre 2011.

E' inoltre previsto che, ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al fondo che rende "rilevante" la quota, si tiene conto sia delle partecipazioni detenute direttamente che di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tiene altresì conto delle partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Il partecipante è tenuto ad attestare alla società di gestione del risparmio ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente o imputabili ai familiari. La percentuale di partecipazione al fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo.

Sezione II - Le attività

La struttura dell'attivo è rappresentata in prevalenza dalla voce Strumenti finanziari non quotati, che costituiscono il 51,96% del totale; a seguire la liquidità, che rappresenta lo 25,57%, gli immobili e diritti reali immobiliari, che incidono per l'22,40%, e infine le altre attività con lo 0,07%.

II.1 Strumenti finanziari non quotati

PARTI DI OICR

Le parti di OICR sono state valutate, come già specificato nei criteri di valutazione, in conformità a quanto indicato nel Titolo V, Capitolo IV, Sez. II, paragrafo 2.3 del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

Gli strumenti finanziari non quotati, sono costituiti da una partecipazione nel Fondo immobiliare chiuso riservato "Eracle" e una al Fondo Optimum USA Property I.

	Paese di residenza dell'emittente			
	Italia	Paesi dell'UE	Altri paesi OCSE	Altri paesi
Titoli di capitale (diversi dalle partecipazioni)				
Titoli di debito				
Parti di OICR				
- FIA aperti non riservati				
- di cui: FIA immobiliari				
- altri (chiusi riservati)	25.159.684		7.317.334	
Totali				
- in valore assoluto	25.159.684		7.317.334	
- in percentuale del totale delle attività	40,25%		11,71%	

Con riferimento alla tabella su esposta si evidenzia che in essa vengono rappresentate le quote degli OICR in cui il fondo ha investito. L'indicazione del Paese di residenza dell'emittente si riferisce – come da istruzioni Banca d'Italia (cfr. Provvedimento 19/1/2015 All.IV.6.2) – al Paese verso il quale sono prevalentemente indirizzati gli investimenti dell'OICR, cioè gli Stati Uniti per il Fondo Optimum e l'Italia per il Fondo Eracle. Le variazioni rispetto all'esercizio precedente, si riferiscono all'adeguamento del valore dell'OICR in bilancio, effettuato in base all'ultimo NAV reso pubblico dal gestore e relativo al 31 dicembre 2015 per il Fondo Optimum e al 31 dicembre 2016 per il Fondo Eracle.

Si rappresenta che per l'anno 2016 è stato adottato un criterio di rappresentazione diverso dagli esercizi precedenti. Nella presente relazione, infatti, le quote di OICR sono state valorizzate all'ultimo NAV disponibile comprensivo degli eventuali utili distribuibili.

Nel corso dell'esercizio non sono state effettuate acquisizioni/dismissioni di quote di OICR.

II.4. Beni immobili e diritti reali immobiliari

L Alla data del 31 dicembre 2016 il patrimonio del Fondo è valutato dalla SGR pari ad Euro 14.000.000, in linea con quanto valutato dall'Esperto Indipendente, con un decremento rispetto al 31 dicembre 2015 di Euro 390.000.

Movimentazioni del patrimonio immobiliare			
	31-dic-15	Variazioni 2016	31-dic-16
Acquisto iniziale	13.500.000		13.500.000
Variazioni:			
Costi capitalizzati	298.080	0	298.080
Vendite	0	0	0
Acquisti	0	0	0
Apporti	0	0	0
Costo storico al	13.798.080	0	13.798.080
Plus/minus non realizzate aggregate (*)	591.920	(390.000)	201.920
Valore di mercato al	14.390.000	(390.000)	14.000.000
Sval/Riv. %	4,3%		1,5%

(*) Somma delle plus e delle minus a livello totale di portafoglio, comprensivo dello scarico delle plus/minus relative agli immobili venduti nell'anno

Si riportano di seguito le tabelle:

- Elenco dei beni immobili e diritti reali immobiliari detenuti dal Fondo
- Informazioni sulla redditività dei beni

ELENCO DEI BENI IMMOBILI E DEI DIRITTI REALI IMMOBILIARI DETENUTI DAL FONDO													
N.	Descrizione e ubicazione				Destinazione d'uso prevalente	Anno di costruz.	Sup. lorda	Redditività dei beni locati				Costo storico	Ipotecche
	Comune	Pr.	Indirizzo	N.ro civico				Canone m2/m3	Tipo contratto	Scadenza contratto	Locatario		
1	Verona	VR	Via Tazzoli - Via Orti Manara	s.n.c.	Centrale telefonica	1600	7.278	133	Affitto	30/11/2021	Telecom Italia S.p.A.	13.798.080	-
TOTALI							7.278					13.798.080	

INFORMAZIONI SULLA REDDITIVITA' DEI BENI					
Fasce di scadenza dei contratti di locazione o data di revisione dei canoni	Valore dei beni immobili	Importo dei canoni annui			
		Locazione non finanziaria	Locazione finanziaria	Importo totale	%
Fino a 1 anno	-	-		-	-
Da oltre 1 a 3 anni	-	-		-	-
Da oltre 3 a 5 anni	14.000.000	831.480		831.480	100,00
Da oltre 5 a 7 anni	-	-		-	-
Da oltre 7 a 9 anni	-	-		-	-
Oltre 9 anni	-	-		-	-
A) Totale beni immobili locati	14.000.000	831.480		831.480	100,00
B) Totale beni immobili non locati	-				

La tabella "Prospetto dei cespiti disinvestiti dal Fondo" non viene riportata in assenza di vendite immobiliari.

II.6 Depositi bancari

Al fine di migliorare il rendimento della liquidità disponibile è stato stipulato con lo stesso depositario nel corso del 2016 un accordo che consente che parte della liquidità venga depositata su un conto deposito, dove la remunerazione è pari ad un tasso annuo dello 0,70% per la durata di 12 mesi più una settimana ed è possibile una chiusura anticipata in qualsiasi momento sia totale che parziale.

Consistenze a fine esercizio

Depositi Bancari	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Banco Popolare c/deposito n.1069		13.758.947			13.758.947
Totale		13.758.947			13.758.947

Flussi registrati nell'esercizio

Depositi Bancari	Durata dei depositi				Totale
	Depositi a vista o rimborsabili con preavviso inferiore a 24 ore	Depositi rimborsabili con preavviso da 1 a 15 giorni	Depositi a termine con scadenza da 15 giorni a 6 mesi	Depositi a termine con scadenza da 6 a 12 mesi	
Banco Popolare c/deposito n.1069					
- versamenti		13.700.000			13.700.000
- Remunerazione liquidità		58.947			58.947
- prelevamenti					
Totale		13.700.000			13.700.000
- versamenti					
- Remunerazione liquidità		58.947			58.947
- prelevamenti					

Le consistenze a fine esercizio dei depositi bancari comprende oltre al versamento iniziale effettuato anche la remunerazione ottenuta nell'esercizio. L'importo totale della remunerazione, al netto degli oneri di competenza, è pari euro 58.947.

II.8 Posizione netta di liquidità

Al 31 dicembre 2016, la liquidità complessiva ammonta a circa Euro 2,2 milioni, e risulta depositata sui c/c in essere presso il Depositario.

II.9 Altre attività

I valori iscritti nelle altre attività per un totale di Euro 45.036 sono suddivisi come illustrato nel prospetto seguente:

Dettaglio Altre Attività

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
G2.	Ratei e risconti attivi	32.214	7.602
G4.	Altre attività	12.822	794.695
	- Crediti verso clienti	4.309	4.153
	- Crediti verso OICR per proventi da ricevere		790.542
	- Anticipi a fornitori	8.513	
	Totale	45.036	802.297

Dettaglio crediti verso clienti

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Crediti per fatture da emettere		
- canoni	156	
- oneri accessori e ribaltamento costi	4.153	4.153
Totale	4.309	4.153

I crediti verso OICR per proventi da ricevere non sono stati rilevati per effetto del diverso criterio di rappresentazione adottato così come descritto nella "sezione II.1 Parti di OICR".

Sezione III - Le passività

III.5 Altre passività

La voce è esposta in dettaglio nei prospetti che seguono.

Voce	Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
M1.	Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	84.468	214.150
M2.	Debiti di imposta	43.219	45.685
M3.	Ratei e risconti passivi	140.039	140.720
M4.	Altre	3.630	12.427
M5.	Debiti per depositi cauzionali su locazioni		
	Totale	271.356	412.982

della voce M1. – Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati:

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Debiti verso Sgr per commissioni	76.585	214.150
Debiti verso Banca Depositaria per commissioni	7.883	
Totale	84.468	214.150

della voce M2. – Debiti d'imposta:

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Debito per Iva	43.219	45.685
Totale	43.219	45.685

della voce M4. – Altre:

Descrizione	Saldo al 31/12/2016	Saldo al 31/12/2015
Fatture da ricevere	3.630	12.427
Totale	3.630	12.427

La voce M1 rappresenta il valore residuo da liquidare delle commissioni spettanti alla SGR pari a euro 76.585 e al Depositario euro 7.883.

La voce M2 rappresenta il debito Iva derivante dalla liquidazione Iva del mese di dicembre 2016.

La voce M4 rappresentata dalle fatture da ricevere si riferisce

Sezione IV - Il valore complessivo netto

Le componenti che hanno determinato la variazione della consistenza del valore complessivo netto tra l'avvio dell'operatività e la data della presente Relazione di gestione, sono illustrate nel seguente schema:

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL VALORE DEL FONDO DALL'AVVIO DELL'OPERATIVITA' FINO AL 31/12/2016	Importo	In percentuale dei versamenti effettuati
IMPORTO INIZIALE DEL FONDO (q. emesse x prezzo emissione)	24.500.000	
TOTALE VERSAMENTI EFFETTUATI	50.000.000	100,00%
A1. Risultato complessivo della gestione delle partecipazioni		
A2. Risultato complessivo della gestione degli altri strumenti finanziari	9.396.967	18,79%
B. Risultato complessivo della gestione dei beni immobili	3.143.184	6,29%
C. Risultato complessivo della gestione dei crediti		
D. Interessi attivi e proventi assimilati complessivi su depositi bancari	265.026	0,53%
E. Risultato complessivo della gestione degli altri beni		
F. Risultato complessivo della gestione cambi		
G. Risultato complessivo delle altre operazioni di gestione		
H. Oneri finanziari complessivi		
I. Oneri di gestione complessivi	-828.234	-1,66%
L. Altri ricavi e oneri complessivi	259.421	0,52%
M. Imposte complessive		
RIMBORSI DI QUOTE EFFETTUATI		
PROVENTI COMPLESSIVI DISTRIBUITI		
VALORE TOTALE PRODOTTO DALLA GESTIONE AL LORDO DELLE IMPOSTE	12.236.364	24,47%
VALORE COMPLESSIVO NETTO AL 31/12/2016	62.236.364	124,47%
TOTALE IMPORTI DA RICHIAMARE	0	
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO ALLA DATA DELLA RELAZIONE		5,09%

Si ritiene opportuno precisare che il Tasso Interno di Rendimento (TIR) risultante dal prospetto è stato calcolato, come disposto dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche. Pertanto questo rappresenta il tasso di interesse composto annuale dalla data dell'inizio dell'operatività fino al 31 dicembre 2016, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati dai versamenti effettivi, dagli eventuali proventi distribuiti, dagli eventuali rimborsi parziali delle quote e considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote del NAV contabile al 31 dicembre 2016.

Tale valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguita dall'investitore se il patrimonio immobiliare fosse liquidato alla data della presente relazione di gestione.

Tale rendimento è puramente indicativo e non rappresenta il rendimento dell'investimento che sarà effettivamente conseguito nel tempo.

Sezione V - Altri dati patrimoniali

V.1 Impegni assunti dal Fondo a fronte di strumenti finanziari derivati

Al 31 dicembre 2016 non sono in essere strumenti finanziari derivati.

V.2 Attività e passività nei confronti di altre società del gruppo della SGR

Non risultano attività e passività nei confronti di altre società del gruppo della SGR.

V.3 Attività e/o passività denominate in valute diverse dall'euro o beni immobili situati in paesi diversi da quelli dell'U.E.M.

Alla data della presente relazione non risultano attività e/o passività come descritto al V.3.

V.4 Importo complessivo delle plusvalenze in regime di sospensione d'imposta

Non vi sono plusvalenze in regime di sospensione d'imposta ai sensi dell'art.15, comma 2 della L.86/1994.

V.5 Ammontare e specifica delle garanzie ricevute

L'ammontare delle garanzie ricevute è pari a Euro 452.493 e riguardano fidejussioni rilasciate da alcuni locatari a garanzia degli adempimenti contrattuali.

V.6 Ipoteche sugli immobili

Gli immobili del Fondo non sono gravati da ipoteca.

PARTE C – Il Risultato Economico del periodo**Sezione I – Risultato delle operazioni su partecipazioni e altri strumenti finanziari**

Come già esposto in precedenza, il Fondo Primo ha investito in quote di OICR; tali investimenti hanno generato una plusvalenza totale pari a euro 870.186 (Euro 650.852 per il Fondo Eracle e Euro 219.334 per il Fondo Optimum). Inoltre nel corso del 2016 il fondo ha ricevuto dividendi dalle partecipazioni in OICR per un importo complessivo pari a euro 1.115.110 (euro 830.443 per il Fondo Eracle e euro 284.667 Fondo Optimum).

Risultato complessivo delle operazioni su:	Utile/Perdita da realizzati	di cui: per variazioni dei tassi di cambio	Plus /minusvalenze	di cui: per variazioni dei tassi di cambio
A. Partecipazioni in società non quotate				
1. di controllo				
2. non di controllo				
B. Strumenti finanziari non quotati				
1. Altri titoli di capitale				
2. Titoli di debito				
3. Parti di OICR			870.186	
C. Strumenti finanziari quotati				

Si evidenzia che nel corso dell'esercizio 2016 è variato il metodo di rappresentazione dei proventi distribuiti dagli OICR. Pertanto il provento distribuito dal fondo Eracle nel primo semestre 2016 è stato contabilizzato nella relazione relativa all'esercizio chiuso al 31/12/2015. A partire dall'anno 2016 i proventi distribuiti dagli OICR saranno contabilizzati per "cassa", pertanto il provento del II semestre 2016, a differenza degli anni precedenti sarà contabilizzato al momento della sua pagamento effettivo (I semestre 2017). Tale variazione non comporta alcuna differenza sostanziale ma solo una diversa riclassifica del provento che rimane valorizzato all'interno della partecipazione nella sezione patrimoniale (anziché come credito verso OICR per provento da ricevere) e come plusvalenza dal valutazione nella sezione reddituale (anziché come ricavo per provento distribuito).

Sezione II - Beni immobili

I proventi indicati alla voce B1. per euro 835.634 si compongono: per euro 831.480 da canoni di locazione di competenza del periodo di riferimento; per euro 4.154 ad altri ricavi e proventi.

Si riporta di seguito la tabella del risultato economico delle operazioni su beni immobili:

RISULTATO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO SU BENI IMMOBILI					
	Immobili resid.li	Immobili comm.li	Immobili ind.li	Terreni	Altri/ Strumentali
1. PROVENTI					
1.1 Canoni locazione non finanziaria					831.480
1.2 Canoni di locazione finanziaria					
1.3 Altri proventi					4.154
2. UTILE/PERDITA DA REALIZZI					
2.1 Beni immobili					
2.2 Diritti reali immobiliari					
3. PLUSVALENZE/MINUSVALENZE					
3.1 Beni immobili					- 390.000
3.2 Diritti reali immobiliari					
4. ONERI PER LA GESTIONE BENI IMMOBILI					- 20.313
5. AMMORTAMENTI					
6. IMPOSTE MUNICIPALI					- 37.432
				Totale	387.889

A seguire, un prospetto che mostra in maggior dettaglio la composizione della voce B4 "Oneri per la gestione dei beni immobili" e della voce B6 "Imposte municipali".

Voce	Descrizione	2016	2015
B4.	Oneri per la gestione dei beni immobili	20.313	10.373
	<i>Imposta di registro e altre imposte e tasse</i>	8.310	8.293
	<i>Provvigioni Building Manager</i>	2.080	2.080
	<i>Consulenze tecniche, urbanistiche e catastali</i>	9.923	
B6.	Imposte municipali	37.432	37.432
	<i>Imposta IMU</i>	31.281	31.281
	<i>Imposta TASI</i>	6.151	6.151
	Totale	57.745	47.805

Sezione III – Crediti

Il Fondo non ha effettuato operazioni di investimento in crediti.

Sezione IV - Depositi bancari

I depositi bancari hanno fatto registrare nel corso dell'esercizio un risultato positivo pari a euro 97.113.

Sezione V – Altri beni

Il Fondo non ha investito in altri beni diversi da quelli al punto B1 della sezione patrimoniale.

Sezione VI - Altre operazioni di gestione e oneri finanziari

Il Fondo non ha in essere operazioni di finanziamento.

Sezione VII - Oneri di gestione

VII.1. Oneri sostenuti nel periodo

La voce presenta un saldo negativo complessivo di Euro 188.046 le cui componenti sono: le commissioni di gestione della SGR, per Euro 148.584, il compenso del Depositario, pari ad Euro 15.779, gli oneri per l'Esperto Indipendente che ammontano ad Euro 3.000 e infine gli altri oneri di gestione, Euro 20.683.

A seguire, si riporta il prospetto degli oneri di gestione che viene redatto, in conformità alle istruzioni della Banca d'Italia, includendo altre voci di costo rispetto a quelle indicate al punto I. della sezione reddituale al fine di fornire una visione complessiva degli oneri sostenuti per la gestione del portafoglio.

ONERI DI GESTIONE	Importi complessivamente corrisposti				Importi corrisposti a soggetti del gruppo di appartenenza della SGR			
	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento	Importo (migliaia di €)	% sul valore complessivo netto (*)	% sul totale attività	% sul valore di finanziamento
1) Provvigioni di gestione provvigioni di base	149	0,24%	0,24%		0	0,00%	0,00%	
2) Costi ricorrenti di OICR in cui il fondo investe					0	0,00%		
3) Compenso della banca depositaria	16	0,03%	0,03%		0	0,00%	0,00%	
4) Spese di revisione del Fondo	4	0,01%			0	0,00%		
5) Oneri per la valutazione delle partecipazioni, dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari facenti parte del fondo					0	0,00%	0,00%	
6) Compenso spettante agli esperti indipendenti	3	0,00%	0,00%		0	0,00%	0,00%	
7) Oneri di gestione degli immobili	57	0,09%	0,09%		0	0,00%	0,00%	
8) Spese legali e giudiziarie	0	0,00%			0	0,00%		
9) Spese di pubblicazione del valore della quota ed eventuale pubblicazione del prospetto informativo	0	0,00%			0	0,00%		
10) Altri oneri gravanti sul fondo (segue tabella)	17	0,03%			0	0,00%		
COSTI RICORRENTI TOTALI	246	0,40%			0	0,00%		
11) Provvigioni di incentivo	0				0	0,00%		
12) Oneri di negoziazione di strumenti finanziari	0				0			
di cui:	0				0			
su titoli azionari	0				0			
su titoli di debito	0				0			
su derivati	0				0			
altri (da specificare)	0				0			
13) Oneri finanziari per i debiti assunti dal Fondo	0			0,00%	0	0,00%		0,00%
14) Oneri fiscali di pertinenza del Fondo	0	0,00%			0	0,00%		
TOTALE SPESE	246	0,40%			0			

(*) Calcolato come media del periodo

Provvigioni di gestione

Il compenso spettante alla SGR per l'attività di gestione del Fondo sarà così articolato:

1. Commissione Annuale Fissa:

A) pari a 0% da calcolarsi sulle componenti dell'attivo relativo a quote del fondo immobiliare chiuso italiano denominato "Eracle";

B) pari allo 0,15%, da calcolarsi sulle componenti dell'attivo relative a quote di fondi immobiliari chiusi italiani al netto della componente di cui alla precedente lettera A);

C) da calcolarsi sul totale dell'attivo al netto delle componenti di cui alle lettere A) e B) che precedono, pari a:

(i) 0,4% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo fino a 50 milioni di Euro;

(ii) 0,35% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo eccedente i 50 milioni di Euro e fino all'ammontare di 150 milioni di Euro;

(iii) 0,30% del valore complessivo delle attività del Fondo al netto delle plus-minusvalenze aggregate non realizzate. Tale commissione sarà applicata per la quota di attivo eccedente i 150 milioni di Euro.

La Commissione Annuale Fissa viene corrisposta con cadenza semestrale, l'ultimo giorno lavorativo di ciascun semestre, nella misura di ½ sulla base del valore complessivo delle attività del Fondo determinato nell'ultima relazione di gestione approvata. In corrispondenza della scadenza al 31/12 di ogni anno verrà calcolato e corrisposto altresì il conguaglio rispetto agli importi erogati allo stesso titolo nell'anno precedente.

La tabella qui sotto riporta i dati di calcolo:

Commissione SGR di gestione 2016	
Totale Attività del fondo al 31/12/2016	62.507.720
Plus non realizzate al 31/12/2016	-201.920
	62.305.800
Componente attività Fondo Eracle	-25.159.684
Base di calcolo per commissioni	37.146.116
Commissione di gestione 2016	148.584

Provvigioni di incentivo

A ciascuna Data di Riferimento, SGR avrà diritto a percepire una Commissione di Successo qualora il Rendimento Annuo Effettivo del Fondo - calcolato a ciascuna Data di Riferimento - sia superiore al Rendimento Annuo Obiettivo.

Il calcolo dei rendimenti del Fondo ai fini della determinazione della Commissione di Successo non terrà conto del quota parte di rendimento connesso all'investimento nelle quote del Fondo Eracle.

Il "Rendimento Annuo Effettivo" è il TIR (come di seguito definito) calcolato a ciascuna Data di Riferimento (come di seguito definita).

Il "Rendimento Annuo Obiettivo" è stabilito come segue:

- a) per il periodo di durata del Fondo fino al 31 dicembre 2015, è stabilito nella misura del 4% annuo;
- b) per la restante durata del Fondo, per ciascun periodo di 5 anni, il Rendimento Annuo Obiettivo è stabilito - alla fine di ciascun periodo di 5 anni - nella misura pari alla media dei valori corrispondenti all'indice ISTAT FOI (variazioni percentuali del mese indicato rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) del mese di dicembre di ciascun anno aumentato di 2 punti percentuali e con un valore minimo del 4% annuo.

La "Data di Riferimento" è la data in cui la SGR calcola in via definitiva la Commissione di Successo: tale data è stabilita nella scadenza di ciascun periodo di 5 anni di durata del Fondo. Nel corso del quinquennio, in occasione della redazione della relazione di gestione periodica, la Commissione di Successo eventualmente maturata nel periodo verrà progressivamente accantonata sino a conclusione del quinquennio stesso ed erogata a titolo definitivo entro il primo mese successivo alla Data di Riferimento. "TIR" significa il tasso di rendimento di ciascun quinquennio, ottenuto dai Partecipanti in relazione all'investimento complessivamente effettuato nel Fondo, ossia il tasso che annulla il valore attuale di tutti i flussi monetari, positivi e negativi, a favore e a carico dei Partecipanti in relazione a detto investimento complessivo, ciascuno computato con riferimento alla data di effettivo incasso o esborso da parte dei Partecipanti (attribuendo segno positivo agli incassi e segno negativo agli esborsi ed includendo tra i flussi monetari positivi anche il NAV del Fondo alla Data di Riferimento e tra i flussi monetari negativi il NAV del Fondo alla data di inizio di ciascun quinquennio di riferimento: per il primo quinquennio si utilizzerà il valore di costituzione del Fondo).

Se dovuta, la "Commissione di Successo" è pari al 20% del valore ottenuto attualizzando i flussi monetari positivi e negativi nei confronti dei Partecipanti (includendo tra i flussi monetari positivi anche il NAV del Fondo alla Data di Riferimento e tra i flussi monetari negativi il NAV del Fondo alla data di inizio di ciascun quinquennio di riferimento: per il primo quinquennio si utilizzerà il valore di costituzione del Fondo) al Rendimento Annuo Obiettivo alla Data di Riferimento.

Tale Commissione di Successo, se dovuta, verrà calcolata a titolo definitivo e corrisposta alla SGR (i) ad ogni Data di Riferimento, (ii) in sede di ripartizione del ricavato della liquidazione del Fondo e (iii) in coincidenza con la prima relazione di gestione successiva alla sostituzione della SGR ai sensi dell'articolo 25, comma 1, Parte B del Regolamento.

Alla data della presente relazione non è stato raggiunto il "rendimento annuo obiettivo e pertanto non si provveduto ad accantonare alcuna somma a titolo di commissione di successo.

Compenso del Depositario

Il compenso spettante al Depositario per l'espletamento dell'incarico è pari:

(i) per lo svolgimento dei controlli previsti dalla normativa pro tempore vigente (commissione esente da IVA), allo 0,019% calcolato sul Valore Complessivo Netto del Fondo quale risultante dalle relazioni di gestione del Fondo, al netto della somma algebrica delle plus-minusvalenze non realizzate sui beni immobili detenuti rispetto al loro valore di acquisizione. Tale commissione non potrà mai essere inferiore a 14.000,00 euro annui.

(ii) per la custodia ed amministrazione degli strumenti finanziari e della liquidità (commissione imponibile IVA), pari allo 0,003% su base annua, calcolata sul Valore Complessivo Netto del Fondo al netto della somma algebrica delle plus-minusvalenze non realizzate sui beni immobili detenuti rispetto al loro valore di acquisizione. Tale commissione non potrà mai essere inferiore a 1.000,00 euro annui.

Al 31 dicembre di ogni anno si determina il compenso spettante al Depositario da corrispondere in via provvisoria per l'anno seguente ed il conguaglio rispetto agli importi erogati, allo stesso titolo, nei dodici mesi precedenti, entrambi calcolati sul Patrimonio del Fondo risultante dalla relazione di gestione.

Spese di revisione del Fondo

Il valore esposto di riferisce alla spesa per la revisione legale del Fondo effettuata dalla società EY S.p.A.

Compenso spettante agli Esperti Indipendenti

Il valore esposto si riferisce ai compensi riconosciuti agli esperti indipendenti relativamente alle attività di valutazione semestrale del portafoglio previste dalla vigente normativa.

Oneri di gestione degli immobili

Viene di seguito dettagliata la composizione della voce 7 della tabella:

Descrizione	2016	2015
Consulenze tecniche, urbanistiche e catastali	9.923	
Imposte e tasse diverse	8.310	8.293
Provigioni property manager	2.080	2.080
Imposta Imu e TASI	37.432	37.432
Totale	57.745	47.805

Altri oneri gravanti sul Fondo

Si indica di seguito la composizione della voce 10 della tabella:

Descrizione	2016	2015
Spese consulenza fondo	16.483	
Commissione SGR di performance		138.307
Totale	16.483	138.307

VII.3 Remunerazioni

Investire SGR, anche quale controllata della Capogruppo Banca Finnat Euramerica, persegue una accorta politica retributiva, finalizzata a mantenere su livelli sostenibili gli emolumenti corrisposti al personale e ciò: (a) in vista di un contenimento generale dei costi a beneficio della redditività aziendale e del conseguente incremento dell'utile da destinare agli azionisti; (b) allo scopo di assicurare coerenza con la strategia, gli obiettivi ed i valori aziendali, gli interessi del gestore e dei FIA gestiti o degli investitori di tali fondi, nonché la prevenzione di possibili conflitti di interesse.

I principi ai quali Investire si ispira sono: l'equità, l'attenzione al rischio e alla *compliance*, la prudenza, la valorizzazione del merito; principi, questi, applicati a tutto il Gruppo e che si riflettono a livello di ciascuna area di business su tutti i collaboratori, fatte salve le relative specificità retributive.

Investire SGR, quale gestore di FIA, si è conformata nei tempi previsti alle prescrizioni del Regolamento congiunto Banca d'Italia Consob (Parte 5 Titolo III allegato 2), emanando ed aggiornando periodicamente un'appropriata policy "Politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei membri del Consiglio di Amministrazione, dei dipendenti e dei collaboratori della SGR", che viene sottoposta:

- ai controlli delle funzioni Compliance e Risk Management
- all'approvazione del Comitato Nomine e Remunerazioni
- all'approvazione del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea dei soci

Al 31 dicembre 2016 il personale della SGR è composto da n. 139 unità, che nell'esercizio hanno percepito una retribuzione lorda complessiva pari ad euro 9.141.254,30, di cui euro 8.291.590,30 di retribuzione fissa ed euro 849.666,64 di retribuzione variabile.

La retribuzione lorda annua complessiva corrisposta nell'esercizio 2016 all'alta dirigenza è pari a 982.925,85 euro, mentre la retribuzione lorda annua complessiva del personale il cui operato impatta in misura significativa sul profilo di rischio dei FIA gestiti è di euro 2.809.857,05.

La retribuzione fissa lorda corrisposta nell'esercizio 2016 al personale coinvolto nella gestione attività dei FIA gestiti è pari a 3.686.264,62 euro, mentre la componente variabile relativa all'esercizio 2016 corrisposta al medesimo personale è di 471.999,98 euro.

Sono attribuibili al FIA n.ro 2 risorse, la cui retribuzione lorda annua complessiva può essere attribuita al FIA nella misura del 20%.

Il FIA non ha corrisposto *carried interest*.

Sezione VIII - Altri ricavi e oneri

L. Altri ricavi e oneri

La voce comprende quanto specificato nella successiva tabella:

Voce	Descrizione	2016	2015
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide		32.243
L2.	Altri ricavi:		
	- Sopravvenienze attive	39.886	43
	- Retrocessione commissioni Fondo Optimum	28.000	28.000
L3.	Altri oneri:		
	- Sanzioni multe e penalità		-1.375
	- Bolli e commissioni	-293	-180
	Totale	67.593	58.731

Con riferimento all'importo di Euro 28.000 si specifica che è stato stipulato un accordo tra il Fondo Primo ed Optimum Asset Management (la Società di Gestione del Fondo) in base al quale Optimum AM rimborserà a Fondo Primo un ammontare pari allo 0,40% annuo (calcolato pro rata temporis) sugli importi richiamati relativi al Fondo USA Property I risultanti ad ogni fine mese. Tale rimborso avverrà entro 15 giorni dalla data di corresponsione delle commissioni di gestione alla Optimum Asset Management.

La voce sopravvenienze attive si riferisce principalmente (euro 38.074) alla rettifica della commissione di successo accantonata al 31/12/2015 che a seguito di verifiche sulle modalità di calcolo è stata rettificata nel corso del I semestre 2016.

Sezione IX – Imposte

Con D.L. n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni nella L. n. 27 del 24 marzo 2012, il Legislatore è intervenuto sull'art. 73 del DPR n. 917/1986 ("Testo Unico delle Imposte sui Redditi"), aggiungendo all'elenco dei soggetti passivi IRES anche gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio.

Tuttavia, l'art. 6 del D.L. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni nella L. n. 410 del 23 novembre 2001, e successive modifiche, disciplina un regime fiscale "speciale" in relazione ai fondi comuni di investimento immobiliare istituiti ai sensi del D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"). Si tratta dei fondi comuni di investimento dotati delle seguenti caratteristiche:

- presenza di una pluralità di investitori;
- finalità di investire il patrimonio raccolto secondo una predeterminata politica di investimento;
- gestione del fondo svolta dalla SGR nell'interesse dei partecipanti, ma in autonomia da essi.

Solo i fondi immobiliari in possesso dei suddetti requisiti non sono pertanto soggetti alle imposte sui redditi IRES e all'Imposta Regionale sulle Attività Produttive IRAP.

Indipendentemente dalla sussistenza delle suddette caratteristiche, tuttavia, l'intero regime fiscale previsto dal D.L. n. 351/2001 sopra citato si applica, in ogni caso, ai fondi partecipati esclusivamente da investitori "istituzionali" ovvero fondi immobiliari partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti:

- Stato o ente pubblico;
- Organismi d'investimento collettivo di risparmio;
- Forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria;
- Imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche;
- Intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Soggetti e patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni, sempreché assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- Enti privati residenti in Italia che perseguano esclusivamente le finalità indicate nell'articolo 1, comma 1, lett. c-bis) del D.Lgs. n. 153/1999, nonché società residenti in Italia che perseguano esclusivamente finalità mutualistiche;

- Veicoli costituiti in forma societaria o contrattualmente partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle lettere precedenti.

I soggetti residenti “non istituzionali”, ossia diversi da quelli indicati nei precedenti punti, partecipanti in misura superiore al 5% del patrimonio del fondo, subiscono l'imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo stesso e rilevati nelle relazioni di gestione. In particolare, è previsto che concorre alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla quota di partecipazione, il risultato economico del fondo, determinato escludendo dal risultato di gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

Si precisa che, ai fini del calcolo della percentuale di partecipazione, ciascun soggetto è tenuto ad attestare alla SGR ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona o imputabili ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR (coniuge, parenti entro il terzo grado ed affini entro il secondo grado).

Ciò posto, per i partecipanti residenti che possiedono quote di partecipazione in misura pari o inferiore al 5% e per gli investitori “istituzionali” precedentemente elencati continua ad applicarsi il regime di imposizione dei proventi già disciplinato dall'art. 7 del D.L. n. 351/2001: sui redditi distribuiti a tali soggetti si applica, pertanto, la ritenuta nella misura del 26% (misura così modificata dal Decreto Legge n. 66/2014).

Con riferimento ai soggetti non residenti, i redditi percepiti, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione al fondo, subiscono, al momento della loro corresponsione, l'applicazione della ritenuta a titolo di imposta del 26% ex art. 7, comma 1, del citato D.L. 351/2001 oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile.

Il regime di “esenzione” senza applicazione della ritenuta viene mantenuto nei confronti di fondi pensione e OICR esteri, sempreché istituiti in Stati e territori c.d. White list, di enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e nei confronti delle Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (ex art. 7 D.L. 351/2001).

A tale proposito si precisa che il previgente regime di esenzione, applicabile a tutti i proventi percepiti da soggetti residenti in paesi c.d. White list, continua ad essere ancora valido con riferimento alle distribuzioni di proventi riferiti a periodi di attività dei fondi chiusi fino al 31 dicembre 2009.

Si segnala che il Provvedimento A.d.E. del 16 dicembre 2011 ha specificato l'obbligo per la SGR di comunicare, nella propria dichiarazione del sostituto di imposta i dati relativi ai partecipanti, compresi i partecipanti c.d. “istituzionali”, che alla data del 31 dicembre di ciascun periodo di imposta, detengono una quota di partecipazione nei fondi immobiliari superiori al 5%, unitamente all'ammontare dei redditi imputati per trasparenza.

PARTE D – Altre informazioni

Con riferimento alla presente Sezione ed alle relative istruzioni per la sua compilazione, fornite dalla Banca d'Italia e dal regolamento Delegato UE 231/13 si riporta quanto segue.

Riferimenti di natura sia qualitativa sia quantitativa in ordine ai rischi assunti dal Fondo (art. 109 Regolamento Delegato UE 231/2013)

In ottemperanza alla Direttiva 2011/61/UE (Direttiva AIFM) e del relativo Regolamento, la SGR monitora semestralmente i rischi a cui può essere esposto ciascun FIA in gestione. Il modello che concorre alla suddetta misurazione e gestione del rischio è il *Fund Risk Model*, il cui scopo è quello di stimare il livello complessivo del rischio del FIA.

La stima del grado di rischio del FIA è sintetizzata da un Risk Rating elaborato sulla base dei punteggi attribuiti ai 6 fattori di rischio principali, ovvero:

1. Rischio di Controparte
2. Rischio Reputazionale
3. Rischio di Credito
4. Rischio di Liquidità
5. Rischio di Mercato
6. Rischio Operativo

A queste categorie si aggiunge una categoria di rischio residuale, il Rischio Specifico, variabile che ri-comprende gli elementi di rischio non riconducibili all'interno dei precedenti fattori. A differenza degli altri fattori, il rischio specifico si basa su informazioni quali-quantitative.

I fattori di rischio principali sono calcolati sulla base di specifici Key Risk Indicators (KRIs), che dipendono dalla *performance* del FIA o da parametri di mercato¹. Per ogni KRI sono state definite specifiche soglie di rischio, le cui stime sono basate anche su analisi di *back-testing*. I punteggi dei singoli KRI sono derivati in maniera quantitativo-parametrica e sono corredati da una nota esplicativa.

Il valore stimato per ogni fattore di rischio principale deriva da una combinazione lineare dei singoli KRI tramite la metodologia *weakest link*², al fine di attribuire maggior peso ai KRI caratterizzati da una maggiore rischiosità. Il punteggio di ogni fattore è espresso su di una scala di valori da 1 a 10, dove 1 rappresenta il rischio minimo e 10 il rischio massimo. Tale analisi è stata svolta dal team di Risk Management effettuando interviste mirate con i Fund Manager e i Coordinator dei fondi gestiti dalla SGR.

A valle del lavoro di analisi ad ogni FIA viene attribuito un rating di rischio. Le classi di rischio individuate sono sette, alle quali sono associate azioni da intraprendere:



Ad ogni semestre successivo viene inoltre condotta un'attività di back testing in base alle risultanze emerse sui diversi indicatori e viene così misurata l'efficacia o meno dell'attività gestoria rispetto ai fattori rilevati maggiormente problematici. Preme sottolineare che il rischio di liquidità viene monitorato attraverso stress test sulle principali assunzioni dei Business Plan adottati dalla SGR.

Il Fondo Primo, secondo il Fund Risk Model al 31 dicembre 2016, presenta un profilo di rischio Contenuto.

Suddetta valutazione non riflette la performance storica del Fondo bensì l'andamento attuale e prospettico dello stesso.

Dalla verifica sul rispetto dei limiti normativi e regolamentari al 31 dicembre 2016 risulta il superamento del limite regolamentare degli investimenti in depositi bancari.

La funzione di Risk Management è inoltre responsabile del controllo dei limiti normativi e regolamentari in relazione all'attività di investimento di ciascun Fondo. Si citano, a titolo di esempio, il limite relativo all'indebitamento, il limite di concentrazione in un unico bene immobili e i vincoli relativi all'investimento della liquidità generata dal fondo.

Si evidenzia che, alla data di chiusura della presente Relazione di gestione, la leva finanziaria utilizzata dal Fondo, determinata secondo quanto previsto nel Regolamento delegato (UE) 231/2013, risulta pari a 75% secondo il metodo lordo e a 100% secondo il metodo degli impegni. La leva finanziaria risulta inferiore al limite massimo consentito dal regolamento del Fondo.

Si segnala inoltre che:

¹ I dati utilizzati provengono sia da fonti interne (la SGR), sia esterne (Bloomberg, Preqin, agenzie di rating, altri information provider).

² Nel caso in cui tra i KRIs che determinano il Fattore di Rischio sia presente un singolo valore minimo, tale KRI viene eliminato e il suo peso equamente ripartito tra i rimanenti; nel caso in cui due o più KRIs assumano il valore minimo, essi vengono sottopesati tramite un algoritmo che considera il numero totale di KRIs sottesi al Fattore di Rischio. Nel caso in cui uno o più KRIs non siano calcolabili/applicabili al FIA oggetto dell'analisi, essi vengono eliminati e il relativo peso equamente ripartito tra i rimanenti.

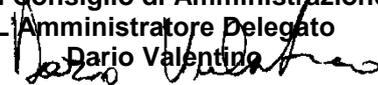
- la SGR nell'ambito dell'attività di gestione del fondo non ha effettuato operazioni immobiliari con soci della SGR, con soggetti appartenenti al gruppo di questi ultimi o società facenti parte del gruppo della SGR;
- non si è reso necessario alcun prestito per i rimborsi parziali di quote finora effettuati;
- ex art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 si rappresenta che il presente documento rappresenta le informazioni attinenti alla gestione del fondo e alle modifiche intervenute nelle informazioni fornite agli investitori nel pregresso tramite applicazione e rispetto dei principi e norme contabili vigenti e che il fondo ha adottato. Gli eventi e le rappresentazioni numeriche sono corredati da informazioni supplementari qualora la rappresentazione numerica non sia sufficiente a descrivere l'evento o la modifica di informazioni pregresse in possesso degli investitori;
- nel corso dell'esercizio non sono intervenuti ulteriori cambiamenti rilevanti ai sensi dell'art. 106 del Regolamento Delegato UE 231/2013 rispetto a quanto già indicato in relazione;
- non sono state poste in essere operazioni di copertura per rischi in portafoglio diverse e/o aggiuntive rispetto a quelle già descritte nel documento;
- relativamente alle operazioni di conferimento, acquisto o cessione di beni, ampia informativa è stata fornita nel documento;
- non sono presenti accordi di esclusiva di svolgimento dell'attività di property e di facility management; il Fondo non ha corrisposto alla SGR importi diversi dalle commissioni previste dal Regolamento;
- relativamente ai rapporti richiesti in merito ai finanziamenti di cui al provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Allegato IV 6.2, Parte D – Altre Informazioni, non sono riportati in quanto non è presente alcun contratto di finanziamento nell'esercizio di riferimento;
- non sono attivi contratti con Prime Broker;
- non sono presenti nel Fondo asset illiquidi o attivate modalità di gestione della liquidità tipo *side-pocket*;
- per l'attività di investimento, il fondo non si è avvalso di consulenti.

Roma, 28 febbraio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

Dario Valentino



Estratto Relazione di stima degli Esperti Indipendenti



Fondo Immobiliare Primo

Relazione sulla valutazione degli immobili al 31.12.2016

Il presente documento e tutte le informazioni nello stesso contenute sono riservate e confidenziali e devono essere utilizzati dai destinatari solo in relazione allo scopo per cui sono stati predisposti. Il suo non potrà essere fotocopiato, riprodotto o consegnato a terzi senza l'autorizzazione di Avalon Real Estate S.p.A.



3. RIEPILOGO VALORI DEGLI IMMOBILI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Attraverso il processo di valutazione dinanzi esposto e nel rispetto delle limitazioni e delle assunzioni annunciate, il valore di mercato dell'immobile oggetto di valutazione, alla data del 31.12.2016 è stimato in EURO 14.000.000.

Si rimanda all'Allegato 1 al presente documento, per un dettaglio puntuale delle ipotesi sottostanti la valutazione dell'immobile.

Milano, 10 gennaio 2017

Avalon Real Estate S.p.A.

Dott. Luigi Rabuini³

Dott. Federico Chivazza⁴

³ MKCS | Partner e Amministratore Delegato di Avalon Real Estate S.p.a.

⁴ MKCS | Partner di Avalon Real Estate S.p.a.

InvestiRE SGR S.p.A.

Relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento
Immobiliare Chiuso
"Primo" al 31 dicembre 2016

Relazione della società di revisione indipendente
ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39
e dell'art. 9 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D.LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39 E DELL'ART. 9 DEL D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58

Al partecipante al
Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso
"Primo"

Relazione sulla relazione di gestione

Abbiamo svolto la revisione contabile dell'allegata relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Primo" (il "Fondo"), costituita dalla situazione patrimoniale, dalla sezione reddituale e dalla nota integrativa, per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016.

Responsabilità degli amministratori per la relazione di gestione

Gli amministratori di InvestIRE SGR S.p.A., Società di Gestione del Fondo, sono responsabili per la redazione della relazione di gestione che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015 (di seguito anche il "Provvedimento").

Responsabilità della società di revisione

È nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sulla relazione di gestione del Fondo sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11 del D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che la relazione di gestione non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nella relazione di gestione. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nella relazione di gestione dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione della relazione di gestione del Fondo, che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità al Provvedimento al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno della Società di Gestione del Fondo. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei criteri e delle modalità di valutazione adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli amministratori, nonché la valutazione della presentazione della relazione di gestione nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti e appropriati su cui basare il nostro giudizio.

Giudizio

A nostro giudizio, la relazione di gestione fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Primo" al 31 dicembre 2016, e del risultato economico per l'esercizio chiuso a tale data, in conformità al Provvedimento emanato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015.

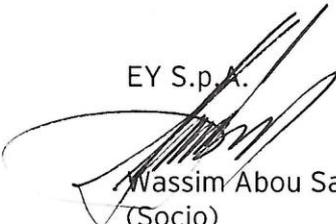
Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari

Giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori con la relazione di gestione

Abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione (SA Italia) n. 720B al fine di esprimere un giudizio sulla coerenza della relazione degli amministratori, la cui responsabilità compete agli amministratori della Società di Gestione del Fondo, con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Primo" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016. A nostro giudizio la relazione degli amministratori è coerente con la relazione di gestione del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso "Primo" per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016.

Roma, 21 marzo 2017

EY S.p.A.



Wassim Abou Said
(Socio)